



# Jaarverslag

1 januari 2014 t/m 31 december 2014

**AEGON**

Asset Management

Investment Management B.V.

AEGON Profile Funds

## Inhoudsopgave

<b>1.</b>	<b>Algemene informatie</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Algemene informatie per fonds</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>Verslag van de Beheerder</b>	<b>7</b>
1	Economische ontwikkelingen	7
2	Financiële markten	8
3	Beleggingsbeleid	17
4	Fondsrationalisatie	17
5	Wet – en regelgeving	18
6	Fund Governance	18
7	Stembeleid en Beleid Verantwoord Beleggen	19
8	Algemene vooruitzichten	20
<b>4.</b>	<b>Jaarverslag 2014 AEGON Profile 1 Fund</b>	<b>26</b>
1	Kerncijfers	27
2	Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid	27
	<b>Jaarrekening 2014 AEGON Profile 1 Fund</b>	<b>28</b>
3	Balans per 31 december	28
4	Winst-en-verliesrekening	29
5	5 Kasstroomoverzicht	29
6	Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening	30
<b>5.</b>	<b>Jaarverslag 2014 AEGON Profile 2 Fund</b>	<b>35</b>
1	Kerncijfers	36
2	Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid	36
	<b>Jaarrekening 2014 AEGON Profile 2 Fund</b>	<b>38</b>
3	Balans per 31 december	38
4	Winst-en-verliesrekening	39
5	Kasstroomoverzicht	39
6	Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening	40
<b>6.</b>	<b>Jaarverslag 2014 AEGON Profile 3 Fund</b>	<b>45</b>
1	Kerncijfers	46
2	Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid	46
	<b>Jaarrekening 2014 AEGON Profile 3 Fund</b>	<b>47</b>
3	Balans per 31 december	47
4	Winst-en-verliesrekening	48
5	Kasstroomoverzicht	48
6	Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening	49
<b>7.</b>	<b>Grondslagen van waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek van ratio's</b>	<b>54</b>
<b>8.</b>	<b>Overige toelichtingen</b>	<b>59</b>
<b>9.</b>	<b>Overige gegevens</b>	<b>62</b>
1	Voorstel resultaatbestemming	62
2	Controleverklaring van de onafhankelijke accountant	62

## 1. Algemene informatie

### Beheerder

Aegon Investment Management B.V., gevestigd te Den Haag, waarvan de directie wordt gevoerd door:

- E. van der Maarel (vanaf 9 maart 2015)
- S.A.C. Russell
- P.J.G. Smith (tot 22 juli 2014)
- W.J.J. Peters
- H. Eggens
- R.R.S. Santokhi
- A.H. Maatman (vanaf 22 juli 2014)

### Bewaarder

Vanaf 22 juli 2014 vervult Citibank International Limited Netherlands Branch, gevestigd te Schiphol, de taak van bewaarder. De toezichhoudende taken heeft Citibank International Limited uitbesteed aan Citibank N.A.

Tot 22 juli 2014 was de bewaarder Aegon Custody B.V., gevestigd te Den Haag, waarvan de directie gevoerd wordt door:

- A.H. Maatman
- G.E. Sweertman

Aegon Custody B.V. vervult vanaf 22 juli 2014 alleen nog de taak van juridisch eigenaar. Vanaf 22 juli 2014 wordt de directie van Aegon Custody B.V. gevormd door Aegon Investment Management B.V. en TKP Investments B.V.

### Adres

Aegonplein 50  
2591 TV Den Haag

### Correspondentieadres

Postbus 202  
2501 CE Den Haag

Telefoon: (070) 344 32 10

Internetadres: [www.aegon.nl](http://www.aegon.nl)

### Juridisch adviseur

Allen & Overy LLP  
Apollolaan 15  
1077 AB Amsterdam

### Accountant

PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.  
Thomas R. Malthusstraat 5  
1066 JR Amsterdam

### Beheer en administratie

De AEGON Profile Funds welke zelf geen personeel in dienst hebben, maken gebruik van de diensten van Aegon Investment Management B.V. voor het beheer en de administratie. Het personeel waarvan Aegon Investment Management B.V. gebruik maakt, is in dienst van Aegon Nederland N.V.

**Jaarverslag**

De AEGON Profile Funds worden in één jaarverslag gezamenlijk aangeboden. In dit jaarverslag zijn de jaarrekeningen van de individuele fondsen opgenomen. Ter bevordering van de leesbaarheid van dit document is besloten de teksten die voor alle fondsen gelijk en van toepassing zijn eenmalig te presenteren en niet in elke jaarrekening van de fondsen afzonderlijk op te nemen. Het jaarverslag bevat algemene informatie per fonds in hoofdstuk 2 en performance cijfers per fonds zijn opgenomen in de individuele jaarrekeningen. Hoofdstuk 3 bevat het Verslag van de Beheerder met informatie die voor elk fonds gelijk en van toepassing is. Hoofdstuk 7 bevat de Grondslagen van waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek van ratio's en hoofdstuk 8 de Overige toelichtingen die voor elk fonds van toepassing zijn. De Overige gegevens in hoofdstuk 9 bestaan uit het voorstel voor de resultaat bestemming en de controleverklaring die voor alle fondsen gelijk is.

**Profiel**

De AEGON Profile Funds ('de fondsen') vormen een serie besloten fondsen voor gemene rekening. De fondsen staan open voor vennootschappen die behoren tot de groep Aegon N.V.

**Doelstelling**

Het beleggingsbeleid van alle drie de fondsen is gericht op risicoreductie door middel van spreiding over en binnen verschillende beleggingscategorieën. Het beleggingsbeleid is tevens erop gericht om op langere termijn een hoger totaal rendement te behalen dan de benchmark.

**Beleggingen**

De feitelijke beleggingen van de fondsen zijn ingebracht in Aegon funds, in ruil voor participaties van de betreffende Aegon funds. In welke mate dat gebeurt en in welke Aegon funds zal per fonds nader worden aangegeven. Beleggingsbeleid, risicoprofiel en kostenstructuur kunnen per Aegon funds verschillen.

**Verhandelbaarheid**

De fondsen zijn niet ter beurse genoteerd. De participaties luiden op naam. Er worden geen participatiebewijzen uitgegeven.

**Dividendbeleid**

De fondsen keren geen dividend uit. De ontvangen inkomsten worden herbelegd.

**Op- en afslag**

Bij de uitgifte en inkoop van participaties van de fondsen worden de uitgifte- en inkoopprijs van de participaties ten opzichte van de berekende intrinsieke waarde verhoogd met een opslag respectievelijk verlaagd met een afslag. Deze op- en afslagen dienen met name ter dekking van transactiekosten die bij de fondsen in rekening worden gebracht over de beleggingstransacties van de fondsen. Deze transactiekosten bestaan uit vergoedingen voor onder andere brokerkosten waaronder researchkosten, settlementkosten en vergoedingen voor valutaverschillen. De op- en afslagen worden periodiek door de beheerder vastgesteld op basis van de reële kosten die in rekening worden gebracht bij de transacties.

**Beheervergoeding**

De beheerder brengt een vaste beheervergoeding in rekening voor het beheer van het fondsvermogen. De beheervergoeding wordt vastgesteld als een percentage op jaarbasis. De beheervergoeding wordt dagelijks bij de fondsen in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van de fondsen ultimo de voorgaande handelsdag.

**Service fee**

De beheerder brengt een service fee in rekening bij de fondsen. De service fee is een vergoeding voor kosten zoals kosten van toezichthouders, kosten van bewaring, kosten van accountants, kosten van (juridisch) advies, oprichtingskosten, administratiekosten en marketing- en communicatiekosten.

De accountantskosten voor het onderzoek van het jaarverslag en eventuele fiscale adviezen en andere niet-controlediensten worden door de beheerder betaald uit de service fee. Deze kosten zijn niet individueel toe te rekenen aan de beleggingsfondsen onder beheer. Derhalve is nadere splitsing achterwege gelaten. De service fee wordt dagelijks in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van de fondsen ultimo van de voorafgaande handelsdag.

## 2. Algemene informatie per fonds

In dit hoofdstuk worden de volgende termen gehanteerd:

### **Beleggingsbeleid:**

Actief: Het beleggingsbeleid is er op gericht op langere termijn een hoger rendement te behalen dan de benchmark.

### **Soort belegging:**

AND: Aandelen  
COM: Grondstoffen  
DER: Derivaten  
LIQ: Liquiditeiten (deposito's, banktegoeden)  
RE: Vastgoed  
VRW: Vastrentende waarden

### **Fiscale status**

De fondsen zijn fiscaal transparant, hetgeen betekent dat de fondsen niet belastingplichtig zijn voor de vennootschapsbelasting (of onderworpen zijn aan een andere belastingheffing naar de winst) en niet onderworpen zijn aan de heffing van dividendbelasting. Bezittingen, schulden en resultaten van de fondsen worden voor fiscale doeleinden rechtstreeks toegerekend aan de participanten van het fonds naar rato van diens participatie. Inkomsten of vermogenswinsten behaald door een participant met een participatie worden beschouwd als inkomsten dan wel vermogenswinsten behaald op de activa van het fonds. Wijzigingen in het relatieve belang van een participant, bijvoorbeeld als gevolg van een nieuw toetredende participant in het fonds kunnen leiden tot een realisatie van vermogenswinsten voor Nederlandse fiscale doeleinden bij de overige participanten.

	<b>AEGON Profile 1 Fund</b>	<b>AEGON Fund Profile 2 Fund</b>	<b>AEGON Fund Profile 3 Fund</b>
Oprichtingsdatum	1 oktober 2006	1 oktober 2006	1 oktober 2006
Beleggingsbeleid	actief	actief	actief
Soort belegging	VRW,DER	AND,VRW,DER,LIQ, COM, RE	AND,VRW,DER,LIQ, COM, RE
Benchmark	Merrill Lynch Core Eurozone Government Bond Index (customized)	De benchmark is samengesteld uit de onderliggende fondsen. De benchmark is geen benchmark in traditionele zin. De performance van het fonds kan in enig jaar sterk afwijken van de performance van de benchmark.	De benchmark is samengesteld uit de onderliggende fondsen. De benchmark is geen benchmark in traditionele zin. De performance van het fonds kan in enig jaar sterk afwijken van de performance van de benchmark.
Beheervergoeding (op jaarbasis)	0,10%	0,26%	0,31%
Service fee (op jaarbasis)	staffel	staffel	staffel
Op- en afslag (tgv het fonds)	0,02%	0,21%	0,27%
Regio	Europa	Wereld	Wereld
Fiscale vorm	Besloten fonds voor gemene rekening	Besloten fonds voor gemene rekening	Besloten fonds voor gemene rekening
Fiscale status	Fiscaal transparant	Fiscaal transparant	Fiscaal transparant
Dividendbeleid	Herbeleggen	Herbeleggen	Herbeleggen

## 3. Verslag van de Beheerder

### 1 Economische ontwikkelingen

#### Wereldeconomie

In 2014 liep het beleid van de grote centrale banken in de wereld steeds verder uiteen. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) bouwde zijn opkoopprogramma af, terwijl de Japanse centrale bank dit juist uitbreidde en de Europese Centrale Bank (ECB) begon met het opkopen van asset backed securities (ABS) en covered bonds. Deze verscheidenheid in beleid werd veroorzaakt door de divergentie van de economische ontwikkeling. De VS groeit hard door, terwijl Europa en Japan achterblijven. In de laatste helft van het jaar daalden grondstofprijzen hard. Dit zal een positieve stimulans geven aan olie-importerende landen, zoals de VS, Europa en Japan. Ook zal het zorgen voor lagere inflatie of zelfs deflatie, maar zolang dit door energieprijzen wordt veroorzaakt is dit geen probleem.

De groei in de VS was van kwartaal op kwartaal erg volatiel, mede door het slechte winterweer begin 2014. Gemiddeld genomen is de groei in de VS echter sterk. De werkloosheid daalt er in een rap tempo, en veel indicatoren wijzen op voorlopig aanhoudende groei boven het trendniveau. Dit dankzij de creatie van meer banen, waarna er nog ruimte is om schuldenniveaus op te bouwen. De VS volgen hierbij het patroon van een typische economische cyclus. Het enige verschil is dat deze cyclus lang duurt door de enorme impact van de kredietcrisis.

In Europa is het een ander verhaal. Hier remden verschillende factoren nog steeds de groei. Zo verhoogde de bankensector zijn kapitaalpositie om te voldoen aan nieuwe regelgeving. Daardoor konden consumenten en bedrijven minder makkelijk geld lenen. Daarnaast proberen overheden hun tekorten terug te dringen en proberen consumenten en bedrijven – vanwege de onzekere economische situatie – te besparen. Het goede nieuws is dat deze factoren langzaam afnemen: de banken lijken bijna klaar met het verhogen van hun kapitaal en overheden hebben de grootste bezuinigingen al achter zich. De ECB heeft enkele opkoopprogramma's gestart om het fragiele herstel te ondersteunen en de deflatoire tendens tegen te gaan. Het wordt steeds waarschijnlijker dat de ECB deze programma's in 2015 verder uitbreidt.

In Japan ging men door met "Abenomics", een programma van economische hervormingen met als doel de deflatie te stoppen en economische groei te verhogen. In 2014 vergrootte de Japanse centrale bank het opkoopprogramma, waardoor de Yen in waarde daalde. Dit zorgde voor hogere inflatie. De vraag is of dit ook doorzet in stijgende lonen. Daarnaast verhoogde de regering het btw-tarief om het overheidstekort terug te dringen. Dit zorgde echter voor een afzwakkende groei.

De Chinese economie leek in 2014 te vertragen. In sommige steden is er een overaanbod van woningen, waardoor de prijzen daalden. De regering probeert te voorkomen dat dit grote gevolgen heeft voor de economische groei. Het is echter gezond dat de overspannen bouwsector in China wat afkoelt. We verwachten dat de groei komende jaren zal afnemen. Dit is echter een natuurlijke overgang van een economie die steeds geavanceerder wordt.

## 2 Financiële markten

### Aandelen

#### *Europa*

Europese aandelen presteerden in 2014 niet onverdienstelijk. Het gemiddelde totale rendement (koers- en dividendrendement opgeteld) over 2014 was per saldo 7,8%. Gedurende het jaar was er – om verschillende redenen – wel sprake van behoorlijke koersvolatiliteit. De economische groei in de eurozone viel tegen. Ook Duitsland, de groeimotor van de laatste jaren, kon zich hieraan niet onttrekken. Daarnaast kreeg Europa vorig jaar te maken met oplopende geopolitieke spanningen. Daarvoor zorgden de onrust in Oekraïne en de vliegcrash met MH17. De sancties die Europa uitvaardigde troffen de economische groei van Rusland, maar ook van de naar dat land exporterende economieën, waaronder Duitsland. Daar tegenover stonden bedrijfsresultaten die aan de gematigde verwachtingen van analisten en beleggers voldeden. Ook bood het aanhoudend ruime monetair beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) een steun voor aandelen. Vanwege lage rentestand in Europa en de redelijk presterende Amerikaanse economie daalde de euro ten opzichte van de dollar. De lagere euro versterkte de concurrentiekracht van het Europese bedrijfsleven. Van alle Europese landen waren de Deense, Belgische en Ierse beurzen het meest in trek, terwijl aandelen in Griekenland, Portugal en Oostenrijk achterbleven. Kijkend naar sectoren, presteerde de farmaceutische industrie sterk. Fusies en overnames in deze sector gaven de koersen een zet in de rug. Daarentegen deed de inzakkende olieprijs de koers van olieproducenten en hun toeleveranciers dalen. De koersen van aandelen in producenten van andere grondstoffen en materialen lagen ook onder druk.

#### *Noord-Amerika*

2014 was een heel goed jaar voor Noord-Amerikaanse aandelen. De volatiliteit was vrij laag gedurende het jaar. Er waren een paar kleine correcties en één grote in oktober. De Amerikaanse en Canadese markten stegen beide gelijk, maar door de depreciatie van de Canadese dollar was het rendement in Amerikaanse dollars fors lager.

Spanningen op de Krim, een mogelijke groeivertraging in China en een onverwacht harde daling van de ISM Manufacturing Index – op basis van een enquête onder productiemanager – zorgden al snel voor een correctie aan het begin van het jaar. Later was de roebelcrisis reden voor winstnemingen door beleggers. De lage olieprijs zorgde in het laatste deel van het jaar wel voor extra zorgen. In oktober was er nog een correctie van bijna 10%, zonder een aanwijsbare directe aanleiding. De meest in het oog springende beursgang was die van het Chinese Alibaba, dat op de eerste handelsdag met maar liefst 38% steeg. Het aandeel sloot het jaar 51% hoger.

De winstcijfers waren bijzonder goed, net als de omzetten. Defensieve sectoren als nutsbedrijven en zorg presteerden het beste. Telecom en energie presteerden het slechtst. De verliezen van energie zijn veroorzaakt door de aanhoudend lage olieprijs. West Texas Intermediate sloot het jaar op 53 Amerikaanse dollar per vat, in 2013 was dat nog 98 dollar.

#### *Azië incl. emerging Azië*

De aandelenmarkten in Azië kenden in 2014 een moeizame start. Maar dankzij een verbetering van het beursstemming werden de eerder opgelopen verliezen vanaf juni nagenoeg goedge maakt. Over heel 2014 noteerde de MSCI Asia Pacific ex-Japan index een beperkte daling van 0,2% in Amerikaanse dollars. Hiermee bleef de index in lichte mate achter bij de stijging van de wereldindex. In lokale valuta gemeten is er echter wel een bescheiden koerswinst van 3,8% behaald.

De Chinese aandelenmarkten stonden onder druk als gevolg van teleurstellende economische data. Groei in China staat nog steeds onder druk als gevolg van de anti-corruptie campagne en structurele hervormingen door de overheid. Initieel zorgden een beperkt stimuleringsprogramma en selectieve monetaire verruiming in het tweede kwartaal voor hoop onder beleggers. Maar het echte vuurwerk vond plaats in het vierde kwartaal. De Chinese centrale bank, de PBoC, voerde een onverwachte renteverlaging door en de aandelenbeurs in Shanghai werd opengesteld voor beleggers uit Hong Kong. Omgekeerd kregen Chinese beleggers toegang tot de beurs in Hong Kong. Dit zorgde voor scherpe koerswinsten in lokale Chinese aandelen. De Chinese CSI300 index apprecieerde 52%, waarbij de brede MSCI China een bescheiden winst van 4,7% liet noteren.

De Zuidoost-Aziatische markten zoals Indonesië, de Filipijnen en in mindere mate Thailand, maar ook India, zagen de sterkste stijgingen van rond de 25%. Door een vermindering van de zorgen rond de afbouw van het opkoopprogramma in de VS richtten beleggers zich weer op goede economische perspectieven. Positief verkiezingsnieuws en hernieuwde hoop op hervormingen gaven de markten van India en Indonesië een extra impuls. Ook de scherpe daling van de olieprijs was erg positief voor



deze economieën. De verlaagde importkosten stelde de regeringen in staat om de subsidies op benzine te verlagen, waardoor de overheidstekorten flink terugliepen.

Ook tussen de sectoren onderling waren de performanceverschillen groot. Defensieve sectoren zoals de farmaceutische industrie, telecommunicatie en nutsbedrijven stegen zo'n 8 tot 17%. Ook de technologie-sector boekte zo'n 8% koerswinst door de aanhoudend sterke vraag naar smartphones en televisies. Grootste achterblijvers waren cyclische sectoren zoals de grondstoffenindustrie, energie en niet-duurzame consumentengoederen, die alle ruim 15% verloren.

#### *Japan*

Na de zeer sterke koersstijgingen over 2013 op de Japanse aandelenmarkt, volgden in de eerste maanden van 2014 winstnemingen door beleggers. Dit zorgde voor een correctie van circa 10% op de Japanse aandelenmarkt. Belangrijkste oorzaak van deze correctie was de bezorgdheid over de negatieve invloed op de consumptieve uitgaven van de – in april 2014 doorgevoerde – btw-verhoging. Daarnaast drukten toenemende geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten, Oekraïne en Rusland en de zwakke economische groeicijfers in Azië en de Verenigde Staten het beurs sentiment.

Pas in juni verdween de economische onzekerheid rond de btw-verhoging, toen bedrijven – ondanks lagere omzetcijfers – beter dan verwachte winsten publiceerden. Tegelijkertijd verminderde de scepsis over het hervormingsbeleid van minister-president Abe. Deze factoren, in combinatie met een hernieuwde afzwakking van de Japanse yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar, zorgden voor verder herstel van de Japanse aandelenmarkt in het derde kwartaal.

In oktober corrigeerden aandelenmarkten wereldwijd uit angst voor versnelde renteverhogingen en beëindiging van het opkoopprogramma in de Verenigde Staten en matige macro-economische groeicijfers elders. Op vrijdagmiddag 31 oktober verraste gouverneur Kuroda van de Japanse centrale bank (BoJ) de markten echter door het monetaire beleid nog verder te verruimen. De BoJ breidde het opkoopprogramma van staatsobligaties, aandelenfondsen en vastgoed verder uit. Tevens kondigde het Japanse staatspensioenfonds "GPIF" een majeure verandering van haar strategische asset allocatie aan: de weging van Japanse staatsobligaties daalde van 60% naar 35% en de totale aandelenallocatie werd van 25% naar 50% verhoogd. Dit zorgde voor een scherpe rally in aandelen en een verdere verzwakking van de Japanse yen ten opzichte van andere valuta.

Over geheel 2015 liet de Japanse aandelenmarkt per saldo een bescheiden koerswinst van 7,6% (MSCI Japan index) noteren, waarvan 6,5% in het vierde kwartaal werd gerealiseerd. Ook waren er grote verschillen in performance tussen de sectoren. Dit werd met name veroorzaakt door de scherpe daling van de yen ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Hierdoor lieten cyclische, exportgevoelige sectoren zoals informatie technologie en basismaterialen koerswinsten zien van 15 tot 16%. Toch stegen ook defensieve sectoren zoals de farmaceutische industrie en duurzame consumentengoederen zo'n 15%. Grootste verliezer was de financiële sector, met per saldo een verlies van ruim 5%. Hier stond met name de vastgoedsector onder druk, na de zeer sterke outperformance van 2013.

#### *Latijns-Amerika*

2014 was een volatiel jaar voor aandelen in Latijns-Amerika, en aandelen sloten het jaar in deze regio uiteindelijk negatief af. Het begin van het jaar werd de markt vooral gedreven door de onzekerheid rond de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid. Dit zorgde voor een kapitaalvlucht uit de meeste opkomende regio's waaronder Latijns-Amerika. Binnen de regio kenden vooral de beurzen in Mexico en Chili zwakte aan het begin van het jaar. Voor Chili is dit deels te verklaren door de dalende prijs voor koper, dat een flink onderdeel vormt van de economie. In Mexico speelden flinke koersdalingen van een paar zwaargewichten uit de index – zoals het telecombedrijf America Movil – een belangrijke rol. In het tweede kwartaal kende de regio een licht herstel, gedreven door het aantrekkelijk herstel van de wereldeconomie. In de tweede helft van het jaar had de regio veel last van dalende grondstofprijzen. Meerdere landen in Latijns-Amerika zijn sterk afhankelijk van grondstoffen, waardoor deze hard werden geraakt. Daarnaast had Brazilië te maken met de herverkiezing van Dilma Rousseff, die op de financiële markten niet geliefd is. Dit zorgde voor dalende koersen en extra kapitaalvlucht uit Brazilië. Samenvattend was 2014 een negatief jaar voor Latijns-Amerikaanse aandelen.

## Vastrentende waarden

### *Staatsobligaties*

De staatsobligatiemarkt werd in 2014 geconfronteerd met verschillende ontwikkelingen die samen naar een lagere rente leidden. Zo viel het groeiherstel tegen, nam de inflatie(verwachting) af, namen de geopolitieke spanningen toe, kwamen anti-Europese partijen verder op, kelderden de olieprijsen fors en breidden de centrale banken hun accommoderende beleidsmaatregelen per saldo uit. De wereldwijde macro-economische groeiverwachtingen bleven gematigd. Wel zijn er duidelijke verschillen tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk enerzijds en Europa anderzijds. De economieën van Amerika en Engeland vertoonden een duidelijk herstel, terwijl Europa de groei maar nauwelijks positief wist te houden.

De inflatievooruitzichten waren al laag, maar namen nog eens verder af door de rap dalende olieprijsen. Lagere olieprijsen zijn in principe gunstig voor de groei omdat het besteedbaar inkomen en de consumptie toeneemt. Dit geeft een tijdelijk inflatie-effect, maar de angst is dat de lagere inflatie verankerd raakt in de inflatievooruitzichten en een structureel effect krijgt, wat mogelijk leidt tot een langere periode van deflatie. De geopolitieke situatie bleef gespannen. Als gevolg van een onrustige geopolitieke situatie door de problemen in Oekraïne en het Midden-Oosten behield de rente gedurende het jaar een dalende trend.

De politieke situatie in Europa kwam meer onder druk. De anti-Europese partijen wonnen duidelijk terrein in de peilingen. Daarnaast werd eind 2014 duidelijk dat er begin 2015 nieuwe verkiezingen plaats moeten gaan vinden in Griekenland. Met de anti-Europese partij Syriza als grootste in de peilingen, namen de speculaties over een Griekse uittreding uit de euro en een herstructurering van de schulden weer toe.

De Amerikaanse centrale bank (de Fed) bouwde het accommoderende beleid wel af. Omdat de Amerikaanse economie voor de meeste sectoren een herstel vertoonde, reduceerde de Fed het obligatie opkoopprogramma in 2014 stapsgewijs tot nul. De banenmarkt en de huizenmarkt normaliseerden verder in de VS. Dat zorgde voor speculatie over het moment van een eerste renteverhoging. De marktconsensus is midden 2015, maar er wordt ook rekening mee gehouden dat dit later gebeurt. Redenen hiervoor zijn de inflatie die door blijft dalen en de zeer matige groei in de rest van de wereld. Bovendien is de Fed erg huiverig om de rente te vroeg te verhogen. Tegelijkertijd moest de Europese centrale bank (ECB) juist de strijd aanbinden met een lage groei en lage inflatie door middel van extra stimulerend beleid. De ECB worstelt met een nauwelijks groeiende Europese economie en een dreigende deflatie. Zij verlaagde de beleidstarieven en nam aanvullende maatregelen om de kredietverlening te stimuleren en investeringen aan te jagen. Eind 2014 namen de verwachtingen toe dat de ECB over zou gaan tot het opkopen van staatsobligaties. Door deze tegengestelde beweging van de centrale banken van de Verenigde Staten en Europa daalde de euro aanzienlijk in waarde. Op termijn moet dit – door hogere exporten – positief zijn voor de Europese groei. Ook de centrale bank van Japan kwam met een zeer fors verruimend pakket aan maatregelen, om de groei en de inflatie aan te zwengelen.

De belangrijkste driver van obligatiemarkten bleef de zoektocht naar rendement. Dit werd gesteund door het verruimende beleid van de centrale banken en de daardoor ruim aanwezige liquiditeit. Gedurende 2014 nam de Duitse tienjaars rente sterk af. Bij de start van het jaar was de rente 1,93% om te eindigen op 0,54%. In de looptijdsegmenten 2 tot 20 jaar vervlakte de curve aanzienlijk. Het lange 30-jaars segment versteilde gedurende het jaar licht, om aan het einde van het jaar te vervlakken en per saldo nagenoeg onveranderd te eindigen. De renteversillen tussen de Europese landen waren volatiel, maar vertoonden per saldo een forse afname.

### *Bedrijfsobligaties*

De Barclays Euro Aggregate Corporate Index behaalde in 2014 een rendement van 8,4%. De gemiddelde vergoeding voor kredietwaardigheid daalde over het jaar van 1,15% naar 0,88%, onder invloed van goede marktomstandigheden. Een groot deel van het totale rendement van de index is toe te schrijven aan de dalende rentes op Duitse staatsobligaties.

De markt werd in belangrijke mate ondersteund door het stimulerende beleid van centrale banken. De ECB in het bijzonder bleef de markt geruststellen door meerdere opkoopprogramma's te lanceren, waaronder één voor asset backed securities (ABS) en covered bonds. Een zwakker dan verwachte economische groei in Europa, met een zeer lage inflatie zorgden ervoor dat de risicovrije rente bleef dalen. Samen met een relatieve schaarste aan obligaties, waren dit voldoende factoren voor een robuuste markt. Ondanks een gunstige marktomgeving, was er in toenemende mate sprake van meer exogene schokken. In eerste instantie nam het politiek risico enorm toe, met name door de gebeurtenissen in Oekraïne en Rusland. De onzekerheden over de Chinese economie en

onafhankelijkheidsreferenda hielden de markten bezig. De bankensector bleef volatiel met onzekerheden rondom de Asset Quality Review (AQR), waarvan de geruststellende resultaten uiteindelijk in de lijn der verwachting waren. Als laatste was er een immense stijging in fusies en overnames, met name in de telecom- en farmaceutische industrie, wat leidde tot een toename van bedrijfsspecifiek risico.

Ondanks meerdere schokken op de markt voor bedrijfsobligaties, bleef de technische omgeving voor bedrijfsobligaties zeer robuust en daarmee ook de performance. Sectoren die het afgelopen jaar een goede performance lieten zien, waren senior unsecured obligaties van bancaire instellingen, media-, nuts- en farmaceutische bedrijven. Beleggers voelden zich comfortabel bij de gezonde balansen en het verstandige financieel beleid van bedrijven en bij de steeds sterker wordende kapitaalbuffers van banken. Tevens waren achtergestelde leningen van banken en verscheidene niet-financiële instellingen erg in trek. Supermarkten en verzekeraars waren minder geliefd in 2014.

#### *High Yield bedrijfsobligaties*

2014 is een redelijk jaar geworden voor High Yield obligaties. In de eerste maanden van 2014 was het sentiment onder beleggers erg goed, zodat begin juni de markt al op ruim 5% rendement stond. Dit ondanks geopolitieke spanningen rond Oekraïne en Rusland. Deze spanningen zorgden er voor dat ook de rentes op veilige staatsobligaties van zowel de Verenigde Staten als Duitsland daalden. Zwakke economische data uit met name Europa resulteerden in verdere actie van de ECB, waardoor het sentiment op de markt voor vastrentende waarden goed bleef.

In juni sloeg de markt echter om, initieel vanwege het grote aantal leningen dat naar de High Yield markt kwam. Later kwam daar met name de onzekerheid rondom het herstel van de Europese economie bij en de zorgen omtrent de wereldeconomie. Zwakke economische data deden de zorgen omtrent faillissementsrisico toenemen. Het gevolg was dat veel beleggers de markt voor hoogrenderende obligaties verlieten, op zoek naar veiliger obligaties. Het plotselinge faillissement van Phones4U deed beleggers ook realiseren dat wat ze in het eerste halfjaar gekocht hadden, bij nader inzien toch niet zo aantrekkelijk was. Veel obligaties werden dan ook alsnog verkocht. Daardoor waren de zomermaanden slecht voor het totale rendement van High Yield.

De High Yield markt bleef volatiel in de 2e helft van het jaar. Goede maanden werden afgewisseld met slechte maanden. Europa was nog het meest veilige deel van de markt, dankzij de aankondiging van de ECB om mogelijk bedrijfsobligaties te gaan opkopen. Dat stelde de markt gerust, waarna de vraag naar High Yield obligaties weer toenam en de prijzen snel stegen. In november daalde echter de prijs van een vat ruwe olie snel, terwijl veel energiebedrijven in de VS zich via de High Yield markt financieren. Daardoor kwamen energie gerelateerde obligaties onder druk te staan. In december stabiliseerde de olieprijs, waardoor nog net voor jaareinde een opleving ontstond, en 2014 uiteindelijk met een kleine winst werd afgesloten.

In 2014 werden er wederom veel nieuwe bedrijven toegevoegd aan deze beleggingscategorie en nam het aantal bedrijven in de markt flink toe. Veel bedrijven uit de detailhandel waren daarbij, waaronder bekende namen uit de winkelstraten, zoals HEMA, IKKS en Darty (in Nederland BCC). En in de Verenigde Staten kwamen veel bedrijven gerelateerd aan schaliegas en schalieolie naar de High Yield markt, waardoor het aandeel energie gerelateerde bedrijven in de index sterk toenam tot 16%. Dit verklaart ook waarom de onrust rond de olieprijsdaling zo groot was.

#### *Emerging market debt*

2014 is een uitstekend jaar geworden voor Emerging Market obligaties. Na een slecht 2013 volgde in 2014 het herstel. De JP Morgan Global Diversified Index kwam uit op een positief rendement van meer dan 7%. Het positieve rendement is vooral het resultaat van onverwachte daling van rentes in de ontwikkelde landen. Begin 2014 was de verwachting dat de rentes op Amerikaanse staatsobligaties zouden stijgen, waardoor Emerging Markets weer onder druk zouden komen te staan. Maar het tegenovergestelde gebeurde. De rentes op Amerikaanse staatsobligaties daalden, de ECB kondigde verdere monetaire verruiming aan en ook de Japanse centrale bank vergrootte haar opkoopprogramma van obligaties. De daling van met name de Amerikaanse rente was voldoende sterk om de hogere renteopslag van de opkomende markten te compenseren.

Ondanks de positieve rendementen waren er ook veel verliezers binnen opkomende markten. Geopolitieke spanningen zorgden voor veel volatiliteit in Russische en Oekraïense obligaties. Door de boycot van westerse landen, lijkt de Russische economie af te glijden naar een recessie met hoge inflatie. Maar Rusland was niet het enige land in problemen: ook landen als Brazilië, Indonesië en Turkije waren negatief in het nieuws. Daarentegen lijkt het in India weer beter te gaan.

Het laatste kwartaal pakten donkere wolken zich samen boven olieproducerende landen zoals Rusland en Venezuela. De daling van de olieprijs zorgt ervoor dat de begrotingen voor deze landen onder toenemende druk zijn komen te staan en vooralsnog blijkt uit niets dat deze situatie snel gaat veranderen. De Russische economie stond er door de boycot al niet goed voor, en met een snel verzwakkende roebel, wordt de aanstaande recessie alleen maar versterkt. Al met al was het laatste kwartaal het slechtste van 2014.

#### *Asset backed securities*

De ontwikkelingen in de markt voor asset backed securities (ABS) werden ook in 2014 voor een belangrijk deel bepaald door het beleid van de centrale banken. Al in 2012 zijn de centrale banken begonnen met grote hoeveelheden liquiditeit in de markten te injecteren (twee LTRO's van de ECB, QE3 van de Fed). In 2014 bouwde de Fed aan de ene kant het opkoopprogramma volledig af. Dit leidde tot wat volatiliteit maar had geen blijvend effect op de markt. Aan de andere kant bouwde de ECB en de Bank of Japan hun stimuleringsmaatregelen verder uit. Verreweg de belangrijkste maatregel voor de ABS markt was het opkoopprogramma voor ABS en covered bonds van de ECB. Dit zorgde uiteraard voor een positieve stemming in de markt die leidde tot een rally over alle sectoren. De rally in perifere ABS was het sterkst. Ook had de ABS markt van tijd tot tijd wat last van volatiliteit in de bredere financiële markten gedreven door geopolitieke problemen in Irak, Syrië, Oekraïne en Rusland. Deze volatiliteit was echter steeds kortstondig en kon het positieve sentiment niet onderdrukken.

Andere belangrijke factoren die de ABS markt ondersteunden in 2014 waren de onbalans tussen vraag en aanbod – waarbij de vraag het aanbod sterk overtrof – en de zoektocht naar rendement. Deze positieve 'technicals' droegen bij aan de sterke markt van afgelopen jaar.

De meer defensieve sectoren uit de 'core' van Europa zagen we in mindere mate profiteren van de rally omdat zij het jaar al relatief hoog begonnen. De hoogste rendementen werden behaald in de ABS uit de periferie. De meer constructieve houding richting landen uit de periferie maar bovenal het feit dat ABS uit de periferie binnen het opkoopmandaat van de ECB valt, zorgden voor grote prijsstijgingen in deze sector. Ook gewild waren de risicovollere sectoren uit de 'core' van Europa: UK non conforming en Buy-To-Let RMBS en CMBS. Met name de toegenomen bereidheid om risico te nemen en de zoektocht naar rendement waren belangrijke factoren die ervoor zorgden dat deze sectoren zeer gewild waren. Collateralized Loan Obligations (CLO's) bleven wat achter, met name door de grote hoeveelheid nieuwe uitgiftes die naar de markt kwamen en de nog steeds beperkte groep investeerders die dit papier mag kopen.

De fundamentele performance van ABS in 2014 bleef stabiel en verbeterde zelfs in sommige sectoren maar bleef duidelijk een ondergeschikte rol spelen in de markt.

#### *Geldmarkt*

De geldmarkt werd in 2014 geconfronteerd met verschillende ontwikkelingen die samen naar een lagere rente leidden. Zo viel het groeiherstel tegen, nam de inflatie(verwachting) af, namen de geopolitieke spanningen toe, kwamen anti-Europese partijen verder op, kelderden de olieprijzen fors en breidden de centrale banken hun accommoderende beleidsmaatregelen per saldo uit.

De wereldwijde macro-economische groeiverwachtingen bleven gematigd. Wel zijn er duidelijke verschillen tussen de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk enerzijds en Europa anderzijds. De economieën van Amerika en Engeland vertoonden een duidelijk herstel, terwijl Europa de groei maar nauwelijks positief wist te houden.

De inflatievooruitzichten waren al laag, maar namen nog eens verder af door de rap dalende olieprijzen. Lagere olieprijzen zijn in principe gunstig voor de groei omdat het besteedbaar inkomen en de consumptie toeneemt. Dit geeft een tijdelijk inflatie-effect, maar de angst is dat de lagere inflatie verankerd raakt in de inflatievooruitzichten en een structureel effect krijgt, wat mogelijk leidt tot een langere periode van deflatie.

De geopolitieke situatie bleef gespannen. Als gevolg van een onrustige geopolitieke situatie door de problemen in Oekraïne en het Midden-Oosten behield de rente gedurende het jaar een dalende trend. De politieke situatie in Europa kwam meer onder druk. De anti-Europese partijen wonnen duidelijk terrein in de peilingen. Daarnaast werd eind 2014 duidelijk dat er begin 2015 nieuwe verkiezingen plaats moeten gaan vinden in Griekenland. Met de anti-Europese partij Syriza als grootste in de peilingen, namen de speculaties over een Griekse uittreding uit de euro en een herstructurering van de schulden weer toe.

De Amerikaanse centrale bank (de Fed) bouwde het accommoderende beleid wel af. Omdat de Amerikaanse economie voor de meeste sectoren een herstel vertoonde, reduceerde de Fed het obligatie opkoopprogramma in 2014 stapsgewijs tot nul. De banenmarkt en de huizenmarkt normaliseerden verder in de VS. Dat zorgde voor speculatie over het moment van een eerste

renteverhoging. De marktconsensus is midden 2015, maar er wordt ook rekening mee gehouden dat dit later gebeurt. Redenen hiervoor zijn de inflatie die door blijft dalen en de zeer matige groei in de rest van de wereld. Bovendien is de Fed erg huiverig om de rente te vroeg te verhogen. Tegelijkertijd moest de Europese centrale bank (ECB) juist de strijd aanbinden met een lage groei en lage inflatie door middel van extra stimulerend beleid. De ECB worstelt met een nauwelijks groeiende Europese economie en een dreigende deflatie. Zij verlaagde het belangrijkste beleidstarief – de herfinancieringsrente – twee keer met 0,10%, naar een dieptepunt van 0,05%. Hierdoor zijn aanvullende maatregelen nodig om de kredietverlening te stimuleren en investeringen aan te jagen. Eind 2014 namen de verwachtingen toe dat de ECB over zou gaan te het opkopen van staatsobligaties. Door deze tegengestelde beweging van de centrale banken van de Verenigde Staten en Europa daalde de euro aanzienlijk in waarde. Op termijn moet dit – door hogere exporten – positief zijn voor de Europese groei. Ook de centrale bank van Japan kwam met een zeer fors verruimend pakket aan maatregelen, om de groei en de inflatie aan te zwengelen. De belangrijkste driver van zowel de kapitaal- als de geldmarkt bleef de zoektocht naar rendement. Dit werd gesteund door het verruimende beleid van de centrale banken en de daardoor ruim aanwezige liquiditeit. Gedurende 2014 nam de 3 maands euriborrente sterk af. Bij de start van het jaar was deze 0,287% om te eindigen op 0,078%. De 1-daagsrente, eonia, gaf hetzelfde beeld: deze daalde van 0,446% tot 0,144%.

### Vastgoed

Wereldwijde vastgoedmarkten was één van de best presterende beleggingscategorieën in 2014. Door de dalende rente en de economische groei staat deze categorie weer in de belangstelling van beleggers. Met een dividendrendement van 3,5% is de beleggingscategorie aantrekkelijk te noemen, zeker in vergelijking met wereldwijde aandelen en obligaties. Wel daalden de vastgoedaandelen telkens als er sprake was van een mogelijke renteverhoging in de Verenigde Staten. Maar dat was nooit van lange duur.

Regionaal zijn er grote verschillen. De Amerikaanse en Engelse vastgoedmarkt deden het heel 2014 bijzonder goed. De grote achterblijver was Japan. Na het stimulerende economische beleid – Abenomics – in 2012 en 2013, schoten de prijzen van vastgoedaandelen als een raket omhoog. In 12 maanden tijd stegen de koersen met bijna 150%. Maar de betoverende werking van het Japanse beleid is verdwenen. Ook de aankopen die op 31 oktober zijn aangekondigd, konden daar geen verandering in brengen. Door de forse waardedaling van de yen is de export aangewakkerd, maar deze depreciatie is inmiddels ten einde gekomen. Hierdoor is de twijfel over de effectiviteit van het beleid toegeslagen. Beleggers kopen met minder overtuiging Japanse aandelen. Deze vertwijfeling is voldoende om de koersen te laten zakken.

De huizenprijzen in China zijn halverwege 2014 door de nullijn gezakt. Dit gaat gepaard met teleurstellende cijfers op het gebied van kredietgroei en importcijfers. De overheid verwijdert maar mondjesmaat de opgelegde restricties voor de huizenmarkt, omdat ze vindt dat de huizenprijzen erg hoog liggen. Van een economische opleving is zeker nog geen sprake. Een aantal vastgoedpartijen is al naar de markt gekomen (Yuexiu, Evergrande en Agile) om de balans te versterken met een rights issue.

In Amerika deed vastgoed het erg goed. Een gemiddelde economische groei zorgde voor goede cijfers: zowel de huurinkomsten als de onderliggende waarde lieten een interessante stijging zien. Cijfers over de Amerikaanse huizenmarkt laten vertwijfeling zien. Voor het eerst sinds 2009 steeg de leegstand van appartementen, een mogelijk teken dat Amerikaanse consumenten voldoende vertrouwen hebben om een huis te kopen in plaats van te huren.

Het positieve marktsentiment zorgde in november voor een belangrijke beursgang in de Verenigde Staten: Paramount Group ging naar de markt en heeft ongeveer 2,8 miljard Amerikaanse dollar opgehaald, de grootste beursgang van een real estate investment trust (REIT) ooit. Ze richten zich op de kantorenmarkt in San Francisco en Washington. Daarnaast was de forse koersdaling van American Realty Capital Properties opvallend. Dit bedrijf – gespecialiseerd in vrijstaand vastgoed met één huurder – is sinds de beursgang in 2011 zeer snel gegroeid en zat voor bijna 1% in de index. Maar hier kwam in oktober een einde aan toen het bedrijf bekend maakte dat er fouten gemaakt zijn in de verslaggeving. Sinds de aankondiging is de koers van het aandeel met meer dan 30% gedaald. Het positieve sentiment in de Verenigde Staten zorgde ook voor beursgangen elders in de wereld. EMAAR Properties kwam naar de markt met een beursgang van EMAAR Malls, een onderdeel van het concern. Het was de grootste beursgang in het Midden-Oosten in 7 jaar.

In Europa was het sentiment gematigd. In het derde kwartaal was het bod op Corio door Klépierre een interessante ontwikkeling. Klépierre heeft een premie van 15,5% geboden voor de activa. Vastgoedbedrijf Corio is een interessante onderneming, omdat het zowel kwalitatief hoogwaardig

vastgoed (zoals Hoog Catherijne) combineert met een aantal uitermate slechte objecten (in Duitsland en Spanje). Klépierre – voor 29% in handen van Simon Property Group – geeft hiermee aan kansen te zien in Corio.

### Grondstoffen

Afgelopen jaar noteerde grondstoffen een flink negatief rendement. De verschillende sectoren vertoonden een wisselend beeld. Energie gerelateerde grondstoffen behaalden een sterk negatief rendement, terwijl prijzen van levend vee omhoog gingen.

In de eerste helft van 2014 behaalden grondstoffen een positief rendement. Geopolitieke spanningen en ongunstige weersomstandigheden waren de aanjager van het positieve rendement. Binnen de energiesector ging de prijs van ruwe olie omhoog in het eerste kwartaal en kwam de prijs van West Texas Intermediate (WTI) boven de grens van 100 Amerikaanse dollar per vat. De spanningen tussen Rusland en Oekraïne zorgden voor een opwaartse druk op de olieprijs. Daarbij kwam nog de opmars van ISIS in Irak. Daarnaast stuwde het koude winterweer in de Verenigde Staten de vraag naar gas flink en daalden de voorraden harder dan verwacht. De gasprijs ging hierdoor flink omhoog. De agrarische sector begon het jaar positief. Dit had verschillende oorzaken. Door extreme droogte in Brazilië dreigde de koffieoogst voor een deel te mislukken. Aangezien Brazilië de grootste koffieproducent ter wereld is ging de prijs tientallen procenten omhoog. Binnen de industriële metalen was nikkel de absolute uitblinker. Aan het begin van 2014 heeft Indonesië een exportverbod uitgevaardigd op nikkel. Aangezien Indonesië de grootste producent ter wereld is van nikkel, ging de prijs van nikkel flink omhoog.

De tweede helft van het jaar was echter flink negatief. Binnen de energiesector ging de prijs van ruwe olie flink omlaag. Dit werd in eerste instantie gedreven door afnemende geopolitieke spanningen en herstel van de olieproductie in Libië en Irak. Eind november weigerde de OPEC de productie te verlagen, waarna de prijs van ruwe olie in een glijvlucht belandde en onder de 55 dollar per vat zakte. Agrarische grondstoffen verloren ook flink. De ideale weersomstandigheden hebben ervoor gezorgd dat een recordopbrengst uit de komende oogst wordt verwacht. Industriële metalen hadden in méér en mindere mate last van neerwaartse bijstellingen van de economische groei in China. Hierdoor was het rendement voor de categorie als geheel flink negatief.

### Hedge funds

De wereldeconomie ontwikkelde zich in 2014 minder voorspoedig dan verwacht. In de eurozone, Japan en opkomende economieën – zoals China en Brazilië – viel de economische groei tegen. De Amerikaanse economie presteerde echter wel goed, mede door een aantrekkende huizenmarkt en verbeterde werkgelegenheid. Mede door de aantrekkende economie in de Verenigde Staten steeg ook de Amerikaanse dollar in 2014. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) bouwde in 2014 haar opkoopprogramma geheel af. Ook zal de Fed – als de Amerikaanse economie zich voorspoedig blijft ontwikkelen – in 2015 naar verwachting de korte rente verhogen. In Europa staat de ECB op het punt om haar eigen opkoopprogramma uit te breiden van het opkopen van asset backed securities naar staatsobligaties. Dit moet de groei en inflatie stimuleren, maar het wordt betwijfeld of het programma het gewenste resultaat zal hebben.

Een ontwikkeling die weinigen voorzagen was de zeer sterke daling van de olieprijs van net boven de 100 Amerikaanse dollar naar onder de 60 dollar. Zo'n blijvend lage of zelfs lagere olieprijs kan verstrekkende gevolgen hebben voor bepaalde landen – zoals Rusland, Brazilië en Venezuela, maar ook de VS – maar ook voor de geopolitieke verhoudingen in de wereld. Rentes in zowel de VS als de eurozone daalden verder en ook dat was een ontwikkeling die de meeste mensen niet hadden voorzien. De rente op 10-jaars US Treasuries daalde van 3% naar 2% en voor 10-jaars Duitse staatsobligaties van 0,9% naar 0,5%. Aandelenbeurzen wereldwijd lieten wisselende maar doorgaans positieve rendementen zien: de S&P500 steeg met 11,4%, de Europese Stoxx50 met 1,2% en de Japanse Nikkei met 7,1%. In China en India werden hoge rendementen behaald, terwijl in de voornaamste index in Rusland met 6,9% daalde en de index van Brazilië met 2,9%.

Hedge funds behaalden in 2014 gemiddeld een positief rendement, maar het jaar verliep voor veel fondsen en strategieën wel enigszins moeizaam. De resultaten wisselden van maand tot maand en de HFRI Fund of Fund Composite Index eindigde op +3,2%, met zes positieve en zes negatieve maanden. Hedge funds ondervonden gedurende het jaar aanzienlijke invloed van 'macro factoren' op de financiële markten. Een belangrijke 'macro factor' in 2014 was het beleid van centrale banken (zoals de FED en de ECB), maar ook geopolitieke spanningen (bijvoorbeeld Rusland), de dalende olieprijs en de uitbraak van Ebola in Afrika speelden een rol. Deze macro factoren zijn voor veel hedge fund managers lastig in te schatten en daarom richten zij zich bij het samenstellen van de portefeuille

op fundamentele factoren, zoals operationele winst, concurrentiepositie en solvabiliteit van een onderneming. Dit soort fundamentele factoren zou doorgaans bepalend moeten zijn voor de waardering van bijvoorbeeld een aandeel of obligatie. Als macro factoren een belangrijke invloed op koersbewegingen krijgen, zoals in 2014, verdwijnt het belang van de fundamentele factoren naar de achtergrond en wordt het moeilijker voor hedge funds om goede rendementen te behalen.

Er zijn overigens ook hedge fund managers die zich meer toeleggen op het inschatten van macro factoren. Deze groep 'global macro' managers behaalde in 2014 relatief goede resultaten, wat het belang van diversificatie over meerdere strategieën onderstreept.

#### *Aandelenstrategieën*

Het gemiddeld rendement van aandelenmanagers was in 2014 positief, maar bleef achter bij het gemiddelde van de hele sector. Het klimaat waarin macro factoren een belangrijke rol speelden bleek lastig voor aandelenmanagers in 2014. Dit is begrijpelijk aangezien deze managers zich overwegend richten op de analyse van fundamentele factoren. Gedurende de perioden dat de aandelenbeurzen scherp daalden (januari, oktober en december), wisten aandelenmanagers hun verliezen te beperken door short posities, waarmee geld wordt verdiend als een aandeel in waarde daalt. Ook wisten managers goed te participeren in het herstel van de markt, omdat zij posities doorgaans aanhielden en niet op een laag punt verkochten.

#### *Strategieën die zich richten op bedrijfsspecifieke gebeurtenissen ('event driven')*

De managers in de strategie event driven waren in 2013 de best presterende strategie, maar presteerden in 2014 minder goed dan het gemiddelde van hedge funds. Voor deze groep was 2014 een jaar met twee gezichten, met goede rendementen in de eerste helft, maar verliezen in de tweede helft. Belangrijke oorzaak van de verliezen was een aantal specifieke gebeurtenissen, zoals het afketsen van een aantal grote overnames. Een voorbeeld is de overname van het farmaceutisch bedrijf Shire door branchegenoot AbbVie in de VS. De overname ging niet door vanwege een fiscale beleidswijziging van de Amerikaanse overheid. Die maakte deze en vergelijkbare overnames minder aantrekkelijk. Zo'n wijziging is voor hedge fund managers niet te voorzien. Daarnaast hadden veel event driven managers een positie in de Amerikaanse hypotheekverstrekker Fannie Mae, dat – na een gerechtelijke uitspraak – in waarde halveerde.

#### *Vastrentende strategieën*

Hedge funds met vastrentende strategieën realiseerden een bovengemiddeld goed rendement. De daling van rentes en risico-opslagen ('credit spreads') waren de belangrijkste redenen. Met name de 'high yield' managers realiseerden goede rendementen, zij legden zich toe op de meer risicovolle obligatiecategorieën. Ook 'asset backed' managers presteerden goed, net als in 2013. Deze groep belegt in instrumenten met bepaalde activa als onderpand. Hierbij gaat het vaak om 'verpakte' hypotheek, meer specifiek residential mortgage-backed securities (RMBS) en commercial mortgage-backed securities (CMBS).

#### *Global macro en trendvolgende managers*

De beste resultaten werden in 2014 behaald door global macro en trendvolgende managers. De goede resultaten werden voor een belangrijk deel gerealiseerd in de tweede helft van het jaar en gedreven door de aanwezigheid van een aantal sterke trends in de prijzen van grondstoffen (met name de daling van de olieprijs), valuta (Amerikaanse Dollar vs euro, Japanse yen) en obligaties. Trendvolgende managers (CTA's) waren de best presterende subgroep, gevolgd door managers met een meer dynamisch handelsstrategie, gericht op de korte termijn.

**Private equity**

De wereldeconomie ontwikkelde zich in 2014 minder voorspoedig dan verwacht. In de eurozone, Japan en opkomende economieën – zoals China en Brazilië – viel de economische groei tegen. De Amerikaanse economie presteerde echter wel goed, mede door een aantrekkende huizenmarkt en verbeterde werkgelegenheid. Mede door de aantrekkende economie in de Verenigde Staten steeg ook de Amerikaanse dollar in 2014.

In de eurozone was het beeld minder positief. Vooral in Duitsland – normaal gesproken de motor achter de Europese economie – remde de economische groei sterk af. Daarmee samenhangend daalden de rentes op Europese staatsobligaties naar recordlaagtes in 2014. Ook blijven de winstmarges van Europese bedrijven nog sterk achter ten opzichte van hun Amerikaanse tegenhangers. De verwachting voor 2015 is dat bij een aantrekkende economische groei in Europa de winstmarges van Europese bedrijven zullen verbeteren. Met een gunstig effect op de waarde van Europees private equity.

De kapitaalstromen naar opkomende economieën stagneerden mede door een sterker wordende dollar en dalende grondstofprijzen. Vooral de olieprijs is sterk gedaald in de tweede helft van 2014 door een wereldwijd afnemende vraag naar olie. Zo importeren de Verenigde Staten steeds minder olie dankzij haar sterk toenemende productie van schalieolie. Vooral landen als Brazilië en Rusland zijn erg afhankelijk van inkomsten uit grondstoffen, waardoor in deze landen de economische groei sterk terugliep. Daarnaast hebben in Rusland de geopolitieke onrust en de handelsrestricties een zeer negatieve invloed op de economie. De Russische handelsrestricties hebben ook een negatieve invloed op de Duitse industrie, aangezien deze sterk afhankelijk is van Oost-Europa als afzetmarkt en energietoeverancier.

Op de financiële markten steeg de S&P 500 met 11,4%, terwijl de EuroStoxx 50 achterbleef met een rendement van 1,2% over 2014. Verder steeg de index voor beursgenoteerde private equity bedrijven, de LPX50, met 11,7% gedurende 2014.

Voor private equity werd 2014 gekenmerkt door een gunstige markt waarin de mogelijkheden tot het verkopen van belangen door private equity fondsen sterk verbeterden. Er waren in 2014 weer meer private equity exits dan in 2013 en de totale waarde van private equity exits steeg met bijna 30%. Private equity fondsen die genoodzaakt waren hun investeringen langer aan te houden in de periode nadat de financiële crisis toesloeg, kregen in 2014 te maken met gunstiger marktomstandigheden om hun belangen alsnog af te stoten en kapitaal te distribueren naar hun investeerders. Hierdoor werd er afgelopen jaar meer geld uitgekeerd aan investeerders dan de hoeveelheid geld die opgevraagd werd.

Daarnaast staat nog relatief veel kapitaal van private equity fondsen aan de zijlijn in de zoektocht naar potentiële investeringen. Wereldwijd is er nog 1.200 miljard dollar aan kapitaal beschikbaar om te investeren, een toename van 11% ten opzichte van afgelopen jaar. De verwachting dat dit geld voor een deel in private equity belangen geïnvesteerd gaat worden zorgt voor zeer goede exit mogelijkheden voor bestaande private equity investeringen in 2015. Keerzijde hiervan is echter dat door de toenemende vraag de waarde van bedrijven stijgt, waardoor het voor private equity partijen duurder wordt om nieuwe investeringen te doen. Waar bedrijven na 2007 in de VS gemiddeld voor tussen de 8 en 9 keer het bedrijfsresultaat (EBITDA) aangekocht konden worden, is deze multiple in 2014 gestegen tot iets meer dan 10 keer de EBITDA. Dit niveau werd voor het laatst waargenomen in 2007, vlak voor de financiële crisis.

In 2014 steeg het aantal fusies en overnames wereldwijd ten opzichte van 2013. Vooral de toenemende concurrentie tussen kopende partijen is een belangrijke drijfveer. Met name in Noord-Amerika was er sterke groei in het aantal fusies en overnames en steeg bovendien de gemiddelde overnameprijs. Daarnaast stonden het aantal beursgangen en de totale waarde hiervan op een historisch hoogtepunt in 2014. In Europa werden er afgelopen jaar ook meer fusies en overnames gedaan ten opzichte van 2013.



Private equity fondsen hebben afgelopen jaar weer meer geld bij investeerders opgehaald. Dit werd echter gedaan door minder fondsen, wat erop duidt dat beleggers een voorkeur hebben voor grotere fondsmanagers die zich in het verleden hebben bewezen met goede en stabiele rendementen. Daarnaast nam de groei van het aantal nieuwe actieve fondsmanagers af in 2014.

Door de dalende rentes werd het in 2014 goedkoper om vreemd vermogen aan te trekken. Dit heeft zich geuit in stijgende schuldratio's bij private equity transacties en met name bij grote buyout transacties van meer dan 500 miljoen dollar. In 2014 was er ook een sterke toename van externe partijen die meer flexibele financieringsstructuren aanboden in de private equity sector. Dit zorgde onder andere voor een toename in zogenaamde 'bridge financing' overeenkomsten. Private equity partijen lenen hierbij geld voor kortere termijn, maximaal 3 jaar, om zo een bepaalde periode waarin kapitaal nodig is te overbruggen.

### 3 Beleggingsbeleid

In de jaarverslagen van de fondsen wordt ingegaan op het gevoerde beleggingsbeleid gedurende het boekjaar.

### 4 Fondsrationalisatie

Klanten hebben een toenemende aandacht voor beter risicomanagement, meer transparantie, lagere kosten en een geoptimaliseerd beleggingsbeleid. Daarnaast heeft de implementatie van de Alternative Investment Fund Managers Directive (hierna: AIFM richtlijn) in Nederlandse wetgeving ook het landschap van regelgeving voor fondsen in Nederland veranderd. Om de beleggingsfondsen aan te passen aan klantwensen en veranderende regelgeving, heeft de beheerder alle fondsen onder haar beheer beoordeeld. In het kader van een optimalisatie van de fondsenstructuur heeft de beheerder besloten om het fondsenpalet te rationaliseren. Als gevolg hiervan zijn in 2013 twintig fondsen geliquideerd door samenvoeging met andere Aegon beleggingsfondsen en in 2014 nog eens ruim zestig fondsen samengevoegd of geliquideerd. De fondsenstructuur wordt hierdoor transparanter en kostenefficiënter. De fondsen kunnen hierdoor wijzigingen in de beleggingsportefeuille hebben ondergaan. De transacties in het kader van de fondsrationalisatie zijn zonder transactiekosten uitgevoerd.

## 5 Wet – en regelgeving

### **Alternative Investment Fund Managers Directive**

Op 22 juli 2014 is de AIFM richtlijn in de Wet op het financieel toezicht geïmplementeerd. De AIFM richtlijn biedt een regelgevend kader voor beheerders van beleggingsinstellingen, niet zijnde instellingen voor collectieve belegging in effecten (icbe's) die tot dusver niet onder een Europees toezichtskader vielen. Een deel van deze beheerders viel in Nederland wel onder het nationale toezichtsregime voor beleggingsinstellingen. Beheerders van icbe's vallen buiten het toepassingsbereik van de AIFM richtlijn omdat deze beheerders reeds onder het toepassingsbereik van de icbe richtlijn vallen. Met de implementatie van de AIFM richtlijn per 22 juli 2014 komen ook de fondsen die alleen aan professionele beleggers worden aangeboden onder toezicht te staan.

De richtlijn schrijft een vergunningenstelsel voor de beheerder voor. Voor de verkrijging van een vergunning is vereist dat de aanvrager aantoont dat wordt voldaan aan een aantal in de richtlijn opgesomde eisen. De AFM is de vergunningverlenende instantie. Op basis van de richtlijn is het mogelijk dat een beheerder met zetel in een lidstaat beleggingsinstellingen met zetel in een andere lidstaat kan beheren of rechten van deelneming in een lidstaat kan aanbieden op basis van een zogenaamd Europees paspoort.

Op grond van de overgangsbepalingen in de Wet op het financieel toezicht is de vergunning van de beheerder onder de Wft van rechtswege overgegaan in een AIFM vergunning. De AIFMD is niet van toepassing op de fondsen omdat deze onder de intragroep vrijstelling vallen.

### **Aanstelling Citibank International Limited als bewaarder**

De beheerder van de fondsen, Aegon Investment Management B.V. heeft als gevolg van de implementatie van de AIFM richtlijn besloten Citibank International Limited als bewaarder de fondsen aan te stellen per 22 juli 2014.

Aegon Custody B.V. vervult vanaf 22 juli 2014 alleen nog de taak van juridisch eigenaar. Deze wijziging heeft geen gevolgen voor de rechten van participanten.

## 6 Fund Governance

De Dufas Fund Governance Principles zijn in 2008 geïmplementeerd en beschreven in de Aegon Fund Governance Code. De Aegon Fund Governance Code is opgebouwd uit drie onderdelen:

- I. Beschrijving van de taken en verantwoordelijkheden van de Oversight Entity (Toezichthoudend Orgaan) – Dit betreft de compliance officer van Aegon Investment Management B.V. die toezicht houdt op de naleving van de Aegon Fund Governance en hierover maandelijks rapporteert aan de Chief Risk Officer van Aegon Asset Management NL, die vervolgens periodiek rapporteert aan de Compliance Officer van Aegon N.V. De Compliance Officer van Aegon N.V. rapporteert aan de Raad van Bestuur van Aegon N.V. en, indien noodzakelijk aan de Raad van Commissarissen van Aegon N.V.
- II. Beschrijving van de algemene maatregelen inzake Fund Governance – In dit onderdeel wordt de compliance functie, het beleid inzake belangenconflicten, de functiescheiding en de procedure ten aanzien van het omgaan met conflicten beschreven. Voor zover gevallen buiten de relevante wet- en regelgeving of de Aegon Fund Governance Code vallen, zoeken wij aansluiting bij internationale best practices.
- III. Beschrijving van de regels en principes met betrekking tot de dagelijkse werkzaamheden – Hier wordt ingegaan op de procedures ten aanzien van onder meer de intrinsieke waardebeoordeling, compensatierecht bij foutieve intrinsieke waardebeoordeling, de aandeelhoudersrechten, de relaties met derde partijen, wijziging van voorwaarden, best execution, fair allocation, transactiekosten en softdollar arrangementen en persoonlijke belangen en beloning.

De volledige Aegon Fund Governance Code is via de website van de beheerder [www.aegon.nl](http://www.aegon.nl) te downloaden.

## 7 Stembeleid en Beleid Verantwoord Beleggen

Bij de uitoefening van het stemrecht wordt door de beheerder aansluiting gezocht bij het stembeleid zoals vastgesteld door Aegon Nederland N.V. welk beleid haar basis vindt in de Code Tabaksblat en bij de algemene uitgangspunten van het Aegon Global Voting Policy.

Als uitvloeisel van het stembeleid van Aegon Nederland N.V. wordt gestemd op:

- Alle Nederlandse belangen uit de portefeuille van de Aegon fondsen;
- Niet-Nederlandse belangen in actief beheerde aandelenposities in bedrijven waar het tenminste één tiende procent van het uitstaande aantal aandelen met stemrecht bezit.

De beheerder draagt zorg dat het stemrecht dat is verbonden aan de Financiële instrumenten waarin, middels een Basisfonds of Pool, wordt belegd zal worden uitgeoefend. Bij het uitoefenen van het stemrecht zal de beheerder een afweging maken die zoveel mogelijk tegemoet komt aan het belang van de participanten. Indien Financiële instrumenten zijn uitgeleend kan de beheerder geen gebruik maken van het aan die Financiële instrumenten gekoppelde stemrecht. Indien naar het oordeel van de beheerder onderwerpen op de agenda staan dan wel indien sprake is van andere omstandigheden die van groot belang zijn voor de desbetreffende onderneming en haar stakeholders zal de beheerder er naar streven om ervoor te zorgen dat de desbetreffende Financiële instrumenten niet zullen zijn uitgeleend op het moment dat de beheerder zelf actief wil gaan stemmen op een door de onderneming uitgeschreven (algemene) vergadering. Op de door de beheerder beheerde beleggingen is het door Aegon vastgestelde Beleid Verantwoord Beleggen van toepassing. De beheerder geeft op verschillende manieren uitvoering aan dit beleid.

Op de beleggingen wordt een uitsluitingenlijst toegepast. Alleen de door de beheerder ingeschakelde externe vermogensbeheerders van private equity en hedge funds zijn vrijgesteld van de verplichting om deze lijst toe te passen. Op de uitsluitingenlijst staan ondernemingen die niet voldoen aan de criteria zoals die in het Beleid Verantwoord Beleggen staan vermeld. Controle op de naleving van deze beleggingsrestricties vindt zowel pre-trade als post-trade plaats.

Een onderneming kan a priori zijn uitgesloten, bijvoorbeeld omdat deze betrokken is bij de productie van controversiële wapens, en een onderneming kan uitgesloten zijn omdat een langdurige dialoog met de onderneming niet tot de gewenste gedragsverandering heeft geleid. Het aangaan van een dialoog met een onderneming teneinde een gedragsverandering te bewerkstelligen noemen we engagement. Ook het uitoefenen van stemrecht, het inbrengen van een aandeelhoudersvoorstel, en het procederen tegen een onderneming valt onder de noemer engagement. Ook bij het uitoefenen van stemrecht zal er, waar mogelijk, gestemd worden conform het Beleid Verantwoord Beleggen. Dit betekent dat er niet alleen met governance factoren rekening wordt gehouden, maar ook dat er belang wordt gehecht aan milieu- en sociale aspecten. Uiteraard in overeenstemming met onze fiduciaire verplichtingen en conform diverse initiatieven en codes binnen de sector, zoals bijvoorbeeld de UN PRI (United Nations Principles for Responsible Investment). Over de doelen, activiteiten en resultaten van de engagementstrategieën wordt verantwoording afgelegd in ons Governance- en stemverslag.

Tot slot zullen de portefeuillemanagers, indien mogelijk, actief rekening houden met materiële milieu-, sociale-, en governance factoren bij het selecteren van investeringen. Dit wordt ESG (Environment, Social and Governance) -integratie genoemd. Vanuit een risico- en rendementsoogpunt is het verstandig om alle relevante niet-financiële informatie mee te wegen in de investeringsbeslissing omdat deze informatie (op termijn) wel degelijk financiële consequenties kan hebben.

Aegon kent een grote diversiteit aan klanten. Bij het samenstellen van het Beleid Verantwoord Beleggen is getracht de belangen van deze klanten in ogenschouw te nemen.

Een volledig overzicht van het beleid inzake verantwoord beleggen alsmede het Aegon Responsible Investment Report is via de website van de beheerder [www.aegon.nl](http://www.aegon.nl) te downloaden.

## 8 Algemene vooruitzichten

### Aandelen

#### *Europa*

De vooruitzichten voor Europese aandelen zijn gematigd positief. De waarderingen voor Europese aandelen zijn niet laag maar weerspiegelen ook geen sterke winstgroei. De sterke Amerikaanse dollar speelt exporterende bedrijven in de kaart, terwijl de lagere prijzen voor olie en andere grondstoffen de kosten in toom en de marge op peil houden. Ook de lagere rente als gevolg van het ruime monetaire beleid van de Europese Centrale Bank (ECB) helpt bedrijven bij winstgroei doordat financieringskosten laag zijn. De Griekse verkiezingen kunnen wel voor een negatieve verrassing zorgen. Winst van linkse partijen zal leiden tot een vertraging van de hervormingen en minder bezuinigingen, en mogelijk het vertrek van Griekenland uit de euro.

Onder de sectoren blijven de vooruitzichten voor de farmaceutische industrie gunstig. Niet alleen is er kans op meer fusies en overnames zoals in 2014, maar analisten verwachten ook redelijke winstgroei voor de sector. De bankensector kan ook profiteren van de lage rente omdat zij zich goedkoper kan financieren, terwijl een mogelijk aantrekkende economie kan leiden tot een grotere kredietvraag en afname van wanbetalers onder de leners. Na het ECB besluit tot opkopen van staatsobligaties is het goed mogelijk dat vooral aandelen van bedrijven in zuidelijk Europa, in de periferie, daarvan een koersimpuls krijgen. Zonder stabilisatie en eventuele lichte stijging van de olieprijs zullen veel aandelenbeleggers de olie-industrie mijden.

#### *Noord-Amerika*

Het vooruitzicht voor Noord-Amerikaanse aandelen is onveranderd gematigd positief. Hoewel de waardering en winstmarges aan de hoge kant zijn, is er op korte termijn geen reden tot zorg. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) heeft aangegeven de rente te verhogen in het midden van 2015. Dit kan het opwaarts potentieel sterk beperken, maar de sterke economie zorgt ervoor dat de bedrijven gezond blijven.

#### *Azië incl. emerging Azië*

De verwachting is dat het huidige groeiprofiel van de wereldeconomie voorlopig aanhoudt. Dit betekent aanhoudend matige groei in zowel ontwikkelde markten als in de meeste grote ontwikkelingslanden zoals China, Brazilië, Turkije en Rusland. Positieve uitzondering hierop zijn landen met een gunstig demografisch profiel en daarmee grotere gevoeligheid voor binnenlandse vraag. Met name Zuidoost-Aziatische landen zoals Indonesië, Filipijnen, Vietnam en India voldoen aan dit profiel. Ondanks bovengemiddelde waarderingen voor deze markten, zijn beleggers bereid extra voor deze groei te betalen. Zolang groei wereldwijd schaars blijft, is de verwachting dat deze premie in stand blijft.

Chinese bestuurders hebben aangegeven door te gaan met het doorvoeren van de hoognodige herstructureringen en anti-corruptie maatregelen. Hiermee accepteren ze op de korte termijn de lagere economische groei die daarbij hoort. Op lange termijn moet dit leiden tot stabielere en evenwichtiger economische groei, waarbij de Chinese economie minder afhankelijk wordt van investeringen in vastgoed.

Inflatie is wereldwijd laag, ondanks pogingen van centrale bankiers om groei en inflatie te stimuleren. Daarnaast is de olieprijs sinds de zomer van 2014 gehalveerd, wat gunstig is voor Azië, omdat de regio een grote importeur van olie is. Deze lagere importkosten resulteert direct in hoger besteedbaar inkomen voor de bevolking en lagere overheidstekorten en een verbeterde betalingsbalans. Tevens kan de rente laag blijven, wat gunstig is voor investeringen en groei in de regio.

De belangrijkste risico's voor de Aziatische aandelenmarkten zijn een te ver afzwakkende Chinese groei, waardoor de gehele regio in een recessie terecht zou kunnen komen en tevens de toegenomen geopolitieke spanningen in Rusland, Oekraïne, het Midden-Oosten, maar zeker ook in de Aziatische regio zelf.

#### *Japan*

Sinds het aantreden van premier Abe in december 2012, zijn de aandelenkoersen in Japan met zo'n 70% gestegen. Ondanks deze forse koersstijgingen, zijn aandelenwaarderingen in Japan nog steeds aantrekkelijk te noemen. Enerzijds wordt dit veroorzaakt door de historisch lage waarderingen van Japanse aandelen in 2012, anderzijds doordat de winstverwachtingen voor Japanse bedrijven sterk

zijn verbeterd. Daarnaast handelt de Japanse aandelenmarkt tegen een kleine premie over boekwaarde, een flinke discount ten opzichte van andere aandelenmarkten. Hierdoor hebben Japanse aandelen nog voldoende opwaarts koerspotentieel.

Premier Abe heeft het mandaat van zijn regeringscoalitie versterkt, door de vervroegde verkiezingen van december 2014 met een absolute meerderheid te winnen. Hierdoor zal hij het economische beleid dat hij met gouverneur Kuroda van de Japanse centrale bank (BoJ) heeft geformuleerd, beter bekend als Abenomics, nog tot 2018 kunnen voorzetten. Naast de agressieve monetaire en fiscale politiek, zal in de komende jaren het accent steeds meer naar de structurele hervormingen van de economie verschuiven. Het belangrijkste speerpunt hierbij is het verbeteren van de corporate governance van Japanse bedrijven. De gedachte hierachter is dat bedrijven met een goede governance, betere rendementen behalen en daardoor in staat zijn om het personeel beter te belonen en dividenden aan beleggers (lees pensioenfondsen) te betalen. Dit is cruciaal om de consumptie in Japan te verhogen en pensioenen betaalbaar te houden.

Naar onze verwachting zal de Japanse economie de komende jaren verder herstel laten zien. Na ruim twintig jaar economische malaise, luidt Abenomics een nieuw tijdperk van economische groei voor Japan in. Naast een bescheiden binnenlandse groei, zullen Japanse bedrijven in toenemende mate profiteren van de toegenomen concurrentiekracht door de zwakke yen. Vooral nog zet het herstel van de wereldeconomie voorzichtig door, wat positief is voor Japanse bedrijven. Echter, de belangrijkste kortetermijnrisico's voor Japanse aandelen zijn afzwakkende wereldwijde groei en de toegenomen geopolitieke spanningen in Rusland, Oekraïne, het Midden-Oosten en met de belangrijke handelspartner China.

#### *Latijns-Amerika*

De vooruitzichten voor de aandelenmarkten in Latijns-Amerika zijn divers. Het patroon uit 2014 dat sommige landen weten te profiteren van de aantrekkende economische groei, terwijl andere knel komen te zitten met oplopende rentelasten, houdt naar onze verwachting in 2015 aan. Gedurende het jaar – wellicht pas in 2016 – kunnen de vooruitzichten ook voor landen als Brazilië er beter uit gaan zien, als de wereldhandel echt weer op volle toeren draait en geld weer naar de ontwikkelingslanden toe gaat stromen. Ook de verder aantrekkende wereldeconomie kan een positief effect hebben op de aandelenkoersen in deze regio.

### **Vastrentende waarden**

#### *Staatsobligaties*

Wij verwachten dat de economische groei en de inflatie in de eurozone voor lange tijd laag blijven. Voor de rente betekent dit dat er weinig opwaartse druk is. De groei blijft laag doordat de investeringen, overheidsuitgaven en consumptie binnen de eurozone beperkt blijven. Daarnaast is de groei in de rest van de wereld, met uitzondering van de Verenigde Staten en Engeland ook zeer beperkt waardoor Europa niet mee omhoog wordt getrokken. Ook het uitblijven van de grote hervormingen in de grote Europese landen Italië en Frankrijk beperken de groei. Daarnaast is de samenwerking in Europa nog zeer matig waardoor een effectief Europa ver weg is. Vanuit regelgeving en monetair beleid voorzien wij ook een aanhoudende neerwaartse druk op de rente. De Europese Centrale Bank (ECB) zal een ruim accommoderend beleid handhaven en heeft 22 januari 2015 aangekondigd om staatsobligaties op te gaan kopen. De officiële rente zal de ECB langere tijd op 0,05% handhaven. Door regelgeving (onder andere solvency II, FTK) wordt het aantrekkelijk risicovrij papier aan te houden net als dat vereisten voor onderpand voor derivaten de vraag naar staatsobligaties stimuleert.

Wij verwachten dat bovenstaande negatieve punten zwaar wegen voor de renteontwikkeling. Zwaarder dan de reeds gemaakte stappen in de afgelopen jaren, zoals de hervormingen in bijvoorbeeld Spanje en Ierland of de succesvolle vorderingen in de bankenunie. Dit belemmert het groeiherstel. Het kan zijn dat de rente op korte termijn een licht herstel laat zien. De rente is door verschillende factoren mogelijk overdreven ver gedaald: de onzekerheid over Griekenland, de dalende olieprijs, de dalende inflatie(verwachtingen), impact van de regelgever op de vraag naar (langlopende) renteproducten en de volatiliteit op de Russische markten. Deze overshoot in de dalende rente wordt nu mogelijk gecorrigeerd. Eventueel in combinatie met de aankondiging door de ECB van het opkopen van staatsobligaties die al volledig (en meer) is ingeprijsd in de markt. Wij verwachten dat het herstel echter in beperkte mate optreedt en de rente zoals gezegd zeer laag blijft.

### *Bedrijfsobligaties*

Voor bedrijfsobligaties verwachten wij dat de rendementen over 2015 lager uitvallen dan over 2014. Dit is met name ingegeven door de zeer lage rente-omgeving waarin de markten zich begeven. Daarnaast kan de stijgende rente in de Verenigde Staten uiteindelijk opwaartse druk uitoefenen op de Europese rentes. De vraag naar bedrijfsobligaties zal daarentegen onverminderd sterk zijn. Dit komt met name door de zoektocht naar rendement en de extra vraag naar bedrijfsobligaties door de opkoopprogramma's van de ECB.

Wij verwachten dat de Europese economieën een bescheiden groei kunnen laten zien. Het herstel is en blijft fragiel met name door de zeer lage inflatie. Deze omgeving zorgt ervoor dat bedrijven gedisciplineerd blijven en zij investeringen en aandeelhoudersvriendelijke acties niet verder uitbreiden. Een lage renteomgeving in combinatie met een goed functionerende kapitaalmarkt betekent dat faillissementen laag kunnen blijven. De bankensector zal wel last hebben van lage rentes, maar is ook goed op weg om haar kapitaalbuffers te versterken.

Er zijn een aantal mogelijke risico's voor bedrijfsobligaties in 2015. In de eerste plaats hebben we een enorme toename gezien van fusies en overnames in 2014, maar dit heeft niet of nauwelijks geleid tot een agressieve toename in schuld ten opzichte van de EBITDA. Wij houden nauwlettend in de gaten of dit in 2015 ook niet gebeurt. In de tweede plaats kan politiek risico weer de kop opsteken. Meer anti-Europees geluid en minder economische hervormingen zijn niet goed voor Europa. Als laatste kan de Europese groei weer instorten als de groei in de rest van de wereld minder sterk is dan verwacht.

Ondanks de geschetste risico's verwachten wij een relatief sterke omgeving voor bedrijfsobligaties met bescheiden rendementen voor 2015.

### *High Yield bedrijfsobligaties*

Voor High Yield obligaties, zijn onze verwachtingen gematigd positief. De verbeterende Europese economie en de aantrekkende economische groei van de Verenigde Staten geven reden tot optimisme. Een aantrekkende economie is altijd goed voor bedrijven die meer schulden hebben, want dit geeft ze de mogelijkheid om hun kasstroom te verbeteren en schulden af te bouwen. Hiermee samenhangend zien wij voor 2015 een vrij laag aantal faillissementen, met name in Europa, wat goed is voor het rendement.

Toch zijn er ook zorgen en deze spitsen zich toe op de olieprijs. 16% van de Amerikaanse High Yield markt is gerelateerd aan de energiesector en daardoor afhankelijk van een hoge olieprijs. Veel bedrijven komen in de financiële problemen als het huidige prijsniveau – tussen de 50 en 60 Amerikaanse dollar voor een vat ruwe olie – lang gehandhaafd blijft. Analisten verwachten dat wel eens 40% van de sector in de komende drie jaar failliet zou kunnen gaan, waardoor op indexniveau het percentage faillissementen op ongeveer 4% kan uitkomen voor 2015. Dat maakt de High Yield categorie minder aantrekkelijk, met name in de VS. Echter: het absolute rendement op High Yield obligaties is nog steeds aantrekkelijk in vergelijking met andere categorieën van vastrentende waarden.

Gezien de afbouw van het opkoopprogramma van de Fed is de verwachting dat rentes stijgen, maar veel minder snel dan in eerste instantie gedacht. Momenteel is de algemene verwachting dat dit niet in de eerste helft van 2015 zal gebeuren. Stijgende rentes betekenen dalende obligatiekoersen. High Yield obligaties hebben vanwege de relatief hoge risico-opslag echter de meeste ruimte om een stijgende rente te absorberen.

Ook verwachten wij dat komend jaar weer veel nieuwe bedrijven leningen in de High Yield markt gaan uitgeven. Banken blijven hun balans verkleinen, met als gevolg dat veel bedrijven alternatieve financiering zoeken en in de High Yield markt terecht komen. Dit maakt de markt meer gediversifieerd en biedt voor investeerders meer mogelijkheden om te beleggen. Maar in 2014 hebben we ook gezien dat in periodes van volatiliteit de markt gesloten is voor bedrijven met een hoog risicoprofiel. Uiteindelijk zou het totaal aantal nieuwe leningen kunnen tegenvallen als de volatiliteit – zoals in de 2e helft van 2014 – hoog blijft.

### *Emerging market debt*

Wij gaan voor 2015 uit van een moeilijk jaar voor emerging market debt, ondanks dat veel opkomende landen nog acceptabele economische ontwikkelingen zullen doormaken. De prijs van ruwe olie zal erg volatiel zijn, omdat het erop lijkt dat OPEC van strategie is veranderd en uit is op marktaandeelbehoud ten koste van prijsstabilisatie. En aangezien de olieprijs veel invloed heeft op de wereldeconomie ontstaat er ook volatiliteit binnen opkomende landen.

Bovendien zal ook de Amerikaanse centrale bank (de Fed) haar aandacht opeisen. De algemene verwachting is dat de Fed de eerste renteverhoging in 2015 doorvoert. Het tempo waarin de rentes verhoogd worden zal grote invloed hebben op de obligaties van opkomende economieën. Bovendien hebben veel opkomende landen al te maken gehad met dalende valutakoersen, een verslechterende economie en dalende binnenlandse vraag. Voeg daar voor veel landen een ongunstige betalingsbalans aan toe, een groot aantal verkiezingen met de nodige onzekerheid en we kunnen er bijna zeker van zijn dat 2015 geen rustig jaar wordt.

Wij zijn momenteel voorzichtig gepositioneerd met een gemiddelde looptijd, die korter is dan de index. Verder zijn we overwogen naar Azië en Afrika, terwijl we onderwogen zijn in Oost-Europa, het Midden-Oosten en Latijns-Amerika. Tenslotte houden wij genoeg kasgeld aan, om te kunnen profiteren van verhoogde volatiliteit.

### *Asset backed securities*

Onze verwachting is dat asset backed securities (ABS) in 2015 een van de meest aantrekkelijke beleggingscategorieën blijft. Dankzij het sterk stimulerende beleid van de centrale banken eindigde voor de meeste Europese landen hun langdurige periode van recessie. De huidige economische groei zit echter beneden historische niveaus is omgeven door veel onzekerheid. Gedurende 2014 hebben de meeste Europese banken en overheden hun balansen en toegang tot de kapitaalmarkt sterk zien verbeteren. Ondanks het algemeen verbeterende beeld binnen de eurozone zien wij nog wel risicofactoren die voor hernieuwde volatiliteit kunnen zorgen. Bijvoorbeeld een eventuele Grexit en het achterwege blijven van structurele hervormingen van de economie in Italië en Frankrijk. Ook buiten de Europese Unie – zoals in Rusland en Oekraïne, maar ook in het Midden-Oosten – kunnen geopolitieke spanningen zorgen voor stress op de financiële markten

Specifiek voor de ABS markt verwachten we dat het ABS opkoopprogramma van de ECB de markt uiteraard blijft ondersteunen. De uitgebreidere verruiming (QE) – met staatsobligaties – zal het sentiment nog positiever maken. Ook een andere belangrijke technische factor, de grote vraag bij beperkt aanbod, zal de markt in 2015 blijven ondersteunen. Daarnaast verwachten wij dat de zoektocht naar rendement en het aantrekkelijke risico-rendementsprofiel van ABS ten opzichte van andere beleggingscategorieën sterke 'drivers' van de markt zullen blijven.

Onze constructieve houding ten opzichte van het beleid van centrale banken gecombineerd met de positieve technische factoren van de ABS markt maakt dat wij onze overweging in de risicovollere sectoren in de 'core' van Europa behouden. Daarnaast blijven wij alert op eventuele specifieke kansen binnen de periferie maar handhaven onze onderweging ten opzichte van deze sector.

### *Geldmarkt*

Wij verwachten dat de economische groei en de inflatie in de eurozone voor lange tijd laag blijven. Voor de rente betekent dit dat er weinig opwaartse druk is. De groei blijft laag doordat de investeringen, overheidsuitgaven en consumptie binnen de eurozone beperkt blijven. Daarnaast is de groei in de rest van de wereld, met uitzondering van de Verenigde Staten en Engeland ook zeer beperkt waardoor Europa niet mee omhoog wordt getrokken. Ook het uitblijven van de grote hervormingen in de grote Europese landen Italië en Frankrijk beperken de groei. Daarnaast is de samenwerking in Europa nog zeer matig waardoor een effectief Europa ver weg is. Vanuit regelgeving en monetair beleid voorzien wij ook een aanhoudende neerwaartse druk op de kapitaalmarktrente. Aangezien de officiële rente niet lager kan dan het huidige niveau van 0,05%, kan de ECB haar accommoderend beleid slechts verruimen door staatsobligaties op te kopen. Door regelgeving (onder andere solvency II, FTK) wordt het aantrekkelijk risicovrij papier aan te houden net als dat vereisten voor onderpand voor derivaten de vraag naar staatsobligaties stimuleert.

Wij verwachten dat bovenstaande negatieve punten zwaar wegen voor de renteontwikkelingen op de kapitaalmarkt. Zwaarder dan de reeds gemaakte stappen in de afgelopen jaren, zoals de hervormingen in bijvoorbeeld Spanje en Ierland of de succesvolle vorderingen in de bankenunie. Dit belemmert het groeiherstel.

Het kan zijn dat de kapitaalmarktrente op korte termijn een licht herstel laat zien. De rente is door verschillende factoren mogelijk overdreven ver gedaald: de onzekerheid over Griekenland, de dalende olieprijs, de dalende inflatie(verwachtingen), impact van de regelgever op de vraag naar (langlopende) renteproducten en de volatiliteit op de Russische markten. Deze overshoot in de dalende rente wordt nu mogelijk gecorrigeerd. Eventueel in combinatie met de aankondiging door de ECB van het opkopen van staatsobligaties die volledig (en meer) is ingeprijsd in de markt. Wij verwachten dat het herstel echter in beperkte mate optreedt en de rente zoals gezegd zeer laag blijft. De geldmarktrentes blijven in 2015 op de huidige lage niveaus.

### **Vastgoed**

De vooruitzichten voor vastgoed zijn gematigd positief. Een van de specifieke waarderingsmaatstaven van vastgoed is de ratio van marktwaarde ten opzichte van de onderliggende waarde (NAV). De ratio van de meeste regio's ligt nu boven het lange termijn gemiddelde. Het dividendrendement van vastgoedaandelen steekt gunstig af ten opzichte van de aandelenmarkt en bedrijfsobligatierente. De Amerikaanse tienjaars rente kan wel stijgen, door het aflopen van de monetaire verruiming, de ontwikkeling van de inflatie en een verhoging door de centrale bank. Dit kan het opwaarts potentieel op korte termijn beperken. Op de lange termijn beïnvloedt de waardering de rendementen.

### **Grondstoffen**

Onze verwachtingen voor grondstoffen zijn neutraal. De wereldwijde economische groei lijkt wat aan te trekken. De bezettingsgraden zijn echter nog laag. Daarnaast zijn de voorraden van de verschillende grondstoffen nog aan de hoge kant. We verwachten dat grondstoffenprijzen zullen stabiliseren. Eventuele spanningen in het Midden-Oosten en extra monetaire verruiming door de Europese Centrale Bank (ECB) of een versnelling van de economische groei kunnen een opwaarts effect hebben op vooral metaal- en energieprijzen. Daarnaast kunnen de prijsbewegingen van de verschillende grondstoffen veel uiteenlopen.

### **Hedge funds**

2014 was een jaar waarin de belangrijkste graadmeter van onrust op de financiële markten – de VIX Index, die de volatiliteit van de S&P 500 index meet – veelal op een laag niveau stond, afgezien van een aantal kortstondige pieken. Over het algemeen wordt verwacht dat de volatiliteit op de financiële markten in 2015 toeneemt. Redenen zijn de opgelopen aandelenwaarderingen, zeer lage rente, afnemende invloed van de Amerikaanse centrale bank – de inmenging van de Fed had in de afgelopen jaren een stabiliserend effect –, lage olieprijs en geopolitieke spanningen. Ook wordt verwacht dat correlaties afnemen. Beide ontwikkelingen waren al zichtbaar in de tweede helft van 2014.

Hedge funds die kunnen profiteren van meer volatiliteit zijn bijvoorbeeld fondsen met een actieve handelsstrategie die snel weten in te spelen op veranderingen. Hieronder vallen bepaalde global macro strategieën en trendvolgende managers (CTA's). Ook zijn er fondsen die posities innemen om rechtstreeks te profiteren van een hogere volatiliteit. Zij verliezen echter vaak geld als markten rustig blijven. Een lage correlatie is doorgaans gunstig voor marktneutrale of 'arbitrage' strategieën. Dit kan bijvoorbeeld zijn op het gebied van aandelen ('market neutral equity') of obligaties ('relative value fixed income').



**Private equity**

Waarschijnlijk zet de aantrekkende economische groei in de VS in 2015 door. De lage olieprijs, de afnemende werkloosheid en de – door de hoge dollar – goedkoper wordende import kunnen een blijvende stimulans zijn voor de binnenlandse consumptie in de VS en meehelpen om de huidige economische groei vast te houden. Bedrijfsresultaten kunnen hierdoor verbeteren, en daarmee ook private equity waarderingen. Ook is de verwachting dat het klimaat voor overnames gunstig blijft dankzij de doorzettende economische groei.

Verwacht wordt dat de huidige lage Europese rentestanden gehandhaafd blijven in 2015, dankzij het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB). Dit zou een positief effect moeten hebben op de economische groei in de eurozone. Een gunstig financieringsklimaat stimuleert bedrijven immers meer te investeren. Slaagt de opzet, dan is dat waarschijnlijk gunstig voor de bedrijfsresultaten en daarmee voor de waarderingen van private equity. Daarnaast kan dit nog een extra gunstig effect hebben voor private equity: private equity firma's gebruiken vaak deels geleend geld voor hun investeringen, en door de lage rentestanden blijven de rentekosten op deze investeringen relatief laag. Zo ontstaat er meer ruimte voor positieve rendementen in 2015.

Den Haag, 2 april 2015

De beheerder

Aegon Investment Management B.V., namens deze:

E. van der Maarel  
S.A.C. Russell  
W.J.J. Peters  
H. Eggens  
R.R.S. Santokhi  
A.H. Maatman

## **4. Jaarverslag 2014 AEGON Profile 1 Fund**

## 1 Kerncijfers

	2014	2013	2012	2011	2010
<i>Overzicht per participatie</i>					
Waardeveranderingen	0,68	(0,85)	0,49	0,28	0,07
Opbrengsten	0,99	0,66	0,61	0,50	0,49
<b>Totaal bedrijfsopbrengsten</b>	<b>1,67</b>	<b>(0,19)</b>	<b>1,10</b>	<b>0,78</b>	<b>0,56</b>
<b>Nettoresultaat</b>	<b>1,67</b>	<b>(0,19)</b>	<b>1,10</b>	<b>0,78</b>	<b>0,56</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	24.106	21.388	22.542	22.946	24.146
Aantal uitstaande participaties	1.556.605	1.547.000	1.607.911	1.776.758	1.992.534
Intrinsieke waarde per participatie	15,49	13,83	14,02	12,91	12,12
Rendement (intrinsieke waarde)	12,00%	(1,38%)	8,57%	6,56%	4,28%
Rendement Benchmark	11,19%	(1,56%)	7,12%	7,13%	4,76%

Bedragen per participatie zijn gebaseerd op het gemiddeld aantal participaties gedurende het boekjaar.

## 2 Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid

In deze paragraaf geven we een toelichting op de performance van het fonds ten opzichte van de benchmark. De genoemde out- of underperformance van het fonds ten opzichte van de benchmark is bepaald op basis van de geometrische methode. In deze methode wordt het relatieve verschil ten opzichte van de benchmark berekend en niet het absolute verschil.

In 2014 behaalde het AEGON Profile 1 Fund een rendement na kosten van 12,0%. Hiermee presteerde het fonds 0,7% beter dan de benchmark, de Merrill Lynch Core Eurozone Government Bond Index (customized).

Het beleggingsbeleid van het fonds richt zich op extra rendement door actieve posities in te nemen ten opzichte van de benchmark. Het fonds voert actieve duration-, yieldcurve- en landenposities, waarbij we ons baseren op de Aegon Kwadrantenbenadering.

In de loop van 2014 kon Europa het ergste van de crisis van zich afschudden en ondertussen vertoont de Europese economie voorzichtig tekenen van herstel. Verder zorgt de stevige daling van de olieprijs voor een lagere inflatie, of zelfs deflatie. Hierdoor bleef ook de rente dalen, zodat obligaties een positief rendement behaalden. Het fonds hield enkele curveposities aan, was onderwogen in Duitse staatsobligaties en overwogen in landen met een wat hogere yield. Deze posities droegen positief bij aan het absolute en relatieve fondsrendement. Het fonds is als volgt omgegaan met de verschillende risico's:

- Marktrisico: Europese staatsobligatiemarkten hebben invloed op de prijsvorming van de portefeuille, die voor 100% uit Europese staatsobligaties bestaat.
- Valutarisico: het fonds belegt alleen in euro gedenomineerde obligaties, zodat het valutarisico nihil is.
- Concentratierisico: het fonds belegt in meerdere landen en gebruikt de gewichten van de benchmarks als richtlijn. Hierdoor is de spreiding goed.
- Liquiditeitsrisico: het overgrote gedeelte van de portefeuille kan in 1 tot 2 dagen geliquideerd worden, zodat het liquiditeitsrisico beperkt is.
- Renterisico: het fonds belegt in obligaties met een langere looptijd, wat een significant renterisico met zich meebrengt.

## Jaarrekening 2014 AEGON Profile 1 Fund

### 3 Balans per 31 december

(voor resultaatbestemming)			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingsfondsen		24.106	21.388
<b>Totaal beleggingen</b>	6.2	<b>24.106</b>	<b>21.388</b>
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties		-	601
Vorderingen uit hoofde van uitgifte participaties		983	-
<b>Totaal vorderingen</b>		<b>983</b>	<b>601</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	6.4	1	3
<b>Totaal overige activa</b>		<b>1</b>	<b>3</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>25.090</b>	<b>21.992</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Fondsvermogen</b>			
Vermogen participanten		21.478	21.700
Resultaat boekjaar		2.628	(312)
<b>Totaal fondsvermogen</b>	6.5	<b>24.106</b>	<b>21.388</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van effectentransacties		984	-
Schulden uit hoofde van inkoop participaties		-	604
<b>Totaal kortlopende schulden</b>		<b>984</b>	<b>604</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>25.090</b>	<b>21.992</b>

#### 4 Winst-en-verliesrekening

(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
<b>Direct resultaat</b>			
Dividend aandelen		1.554	1.060
<b>Totaal direct resultaat</b>		<b>1.554</b>	<b>1.060</b>
Waardeveranderingen van beleggingen	6.7	1.072	(1.373)
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>		<b>2.626</b>	<b>(313)</b>
<b>Overig resultaat</b>			
Op- en afslagvergoeding	6.8	2	1
<b>Totaal overig resultaat</b>		<b>2</b>	<b>1</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>2.628</b>	<b>(312)</b>

#### 5 Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Aankopen van beleggingen	(3.920)	(2.099)
Verkopen van beleggingen	3.859	1.235
Ontvangen dividend	1.554	1.060
<b>Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>1.493</b>	<b>196</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Inkoop van participaties	(4.254)	(1.687)
Uitgifte van participaties	2.757	1.489
Ontvangen op- en afslagvergoeding	2	1
<b>Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>(1.495)</b>	<b>(197)</b>
<b>Netto kasstroom</b>	<b>(2)</b>	<b>(1)</b>
Liquiditeiten beginstand boekjaar	3	4
<b>Liquiditeiten eindstand boekjaar</b>	<b>1</b>	<b>3</b>

## 6 Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening

### 6.1 Algemeen

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

### 6.2 Beleggingen

<b>Mutatieoverzicht beleggingen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<i>Beleggingsfondsen</i>		
Beginstand boekjaar	21.388	22.542
Aankopen	4.904	2.055
Verkopen	(3.258)	(1.836)
Waardeveranderingen	1.072	(1.373)
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>24.106</b>	<b>21.388</b>

Per jaareinde bedraagt de ongerealiseerde herwaardering op de beleggingsportefeuille als volgt:

<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Beleggingsfondsen	1.118	175
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>1.118</b>	<b>175</b>

### 6.3 Risico's ten aanzien van de financiële instrumenten

In deze paragraaf staan de belangrijkste risico's weergegeven van de financiële instrumenten binnen het fonds.

#### **Prijrisico**

Het prijrisico kan worden onderscheiden in:

- Valutarisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van valutawisselkoersen;
- Marktrisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van marktprijzen, veroorzaakt door factoren die uitsluitend gelden voor het individuele instrument of de emittent hiervan, of door factoren die alle instrumenten die verhandeld worden in de markt beïnvloeden;
- Renterisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen in de markttrente.

Het begrip prijrisico omvat niet alleen de kans op verliezen maar ook de kans op winsten.

#### Valutarisico

Het fonds heeft alleen Euro beleggingen en is hierdoor niet blootgesteld aan een significant valutarisico.

Marktrisico

Het risico dat gelopen wordt als gevolg van veranderingen in marktprijzen wordt beperkt door de beleggingen in de portefeuille zoveel mogelijk te spreiden naar regio's en sectoren.

<b>Portefeuilleoverzicht</b>				
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>		<b>2013</b>	
<b>Belegging</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>
AEGON Core Eurozone Gov Bond Fund	24.106	100,0	21.388	100,0
<b>Totaal per 31 december</b>	<b>24.106</b>	<b>100,0</b>	<b>21.388</b>	<b>100,0</b>

Renterisico

Het fonds belegt via de onderliggende beleggingsfondsen indirect in vastrentende financiële instrumenten en obligatiefutures en is hierdoor indirect blootgesteld aan een significant renterisico.

**Kasstroomrisico**

Kasstroomrisico is het risico dat toekomstige kasstromen verbonden aan een financieel instrument zullen fluctueren in omvang.

Het fonds belegt niet in financiële instrumenten met een variabele rentevergoeding en is hierdoor niet blootgesteld aan een significant kasstroomrisico.

**Kredietrisico**

Kredietrisico is het risico dat de contractpartij van een financieel instrument niet aan haar verplichting zal voldoen, waardoor het fonds een financieel verlies te verwerken krijgt.

Het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft bedraagt € 984.000 (2013: € 604.000).

Inclusief de financiële instrumenten gevoelig voor kredietrisico in de onderliggende beleggingsfondsen is het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft € 25.090.000 (2013: € 21.992.000).

Het fonds belegt in financiële instrumenten welke gevoelig zijn voor kredietrisico en is hierdoor blootgesteld aan een significant kredietrisico.

**Liquiditeitsrisico**

Liquiditeitsrisico, ook wel 'funding-risico' genoemd, is het risico dat het fonds niet de mogelijkheid heeft om de financiële middelen te verkrijgen die nodig zijn om aan de verplichtingen uit hoofde van de financiële instrumenten te voldoen. Liquiditeitsrisico kan onder meer ontstaan doordat een financieel actief niet op korte termijn kan worden verkocht tegen nagenoeg de reële waarde.

De participaties van het fonds zijn maandelijks verhandelbaar. Via de onderliggende fondsen belegt het fonds in vrij verhandelbare beursgenoteerde beleggingen. Het fonds is hierdoor niet blootgesteld aan een significant liquiditeitsrisico.

**6.4 Liquide middelen**

De liquide middelen staan ter vrije beschikking van het fonds.

## 6.5 Fondsvermogen

### Fondsvermogen participanten

In het fondsvermogen participanten worden de transacties met de participanten van het fonds verwerkt en wordt het resultaat na bestemming toegevoegd. De transacties met participanten worden verwerkt tegen de toe- of uittredingskoers exclusief de op- of afslagvergoeding.

<b>Mutatieoverzicht fondsvermogen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Fondsvermogen participanten</b>		
Beginstand boekjaar	21.388	22.542
Inkoop van participaties	(3.650)	(2.291)
Uitgifte van participaties	3.740	1.449
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>21.478</b>	<b>21.700</b>
<b>Netto resultaat lopend boekjaar</b>	<b>2.628</b>	<b>(312)</b>
<b>Totaal fondsvermogen per 31 december</b>	<b>24.106</b>	<b>21.388</b>

<b>Verloopoverzicht participaties</b>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Aantal participaties per 1 januari	1.547.000	1.607.911
Inkoop van participaties	(247.088)	(164.566)
Uitgifte van participaties	256.693	103.655
<b>Aantal participaties per 31 december</b>	<b>1.556.605</b>	<b>1.547.000</b>

<b>Meerjarenoverzicht</b>			
	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	24.106	21.388	22.542
Aantal uitstaande participaties (stuks)	1.556.605	1.547.000	1.607.911
Intrinsieke waarde per participatie in €	15,49	13,83	14,02
Rendement (intrinsieke waarde)	12,00%	(1,38%)	8,57%
Rendement Benchmark	11,19%	(1,56%)	7,12%



#### 6.6 Winst-en-verliesrekening

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

#### 6.7 Waardeveranderingen van beleggingen

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Gerealiseerde koers- en valutawinsten op beleggingsfondsen	129	59
Ongerealiseerde koers- en valutaresultaten op beleggingsfondsen	943	(1.432)
<b>Totaal waardeveranderingen beleggingen</b>	<b>1.072</b>	<b>(1.373)</b>

#### 6.8 Op- en afslagvergoeding

De op- en afslag bedraagt 0,02% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds. Tot 29 oktober bedroeg de op- en afslag 0,03%.

#### 6.9 Toelichting beloningen

De toelichting op de beloningen is opgenomen onder de overige toelichtingen in hoofdstuk 8. De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van deze jaarrekening.

#### 6.10 Kostenparagraaf

In de onderstaande tabel zijn de geïdentificeerde transactiekosten over het boekjaar weergegeven:

<b>Transactiekosten</b>		
(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Beleggingsfondsen	2	1
<b>Totaal transactiekosten</b>	<b>2</b>	<b>1</b>

**LKF ('lopende kosten factor', voorheen 'OCF')**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Gemiddelde intrinsieke waarde</b>	<b>23.076</b>	<b>22.430</b>
Toegerekende kosten onderliggende Aegon beleggingsfondsen	31	30
<b>Totale kosten</b>	<b>31</b>	<b>30</b>
<b>Lopende kosten factor</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,13%</b>

**Portefeuille omloop factor (POF)**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Effecten aankopen	4.904	2.055
Effecten verkopen	3.258	1.836
<b>Totaal effectentransacties</b>	<b>8.162</b>	<b>3.891</b>
Uitgifte participaties	3.740	1.449
Inkoop participaties	3.650	2.291
<b>Totaal mutaties in participaties</b>	<b>7.390</b>	<b>3.740</b>
Gemiddelde intrinsieke waarde	23.076	22.430
<b>Portefeuille omloop factor</b>	<b>3</b>	<b>1</b>

**Overige toelichtingen**

De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van de jaarrekening en zijn opgenomen in hoofdstuk 8.

## **5. Jaarverslag 2014 AEGON Profile 2 Fund**

## 1 Kerncijfers

	2014	2013	2012	2011	2010
<i>Overzicht per participatie</i>					
Waardeveranderingen	1,51	0,72	1,57	0,26	1,00
<b>Totaal bedrijfsopbrengsten</b>	<b>1,51</b>	<b>0,72</b>	<b>1,57</b>	<b>0,26</b>	<b>1,00</b>
<b>Nettoresultaat</b>	<b>1,51</b>	<b>0,72</b>	<b>1,57</b>	<b>0,26</b>	<b>1,00</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	115.142	102.485	102.513	87.922	84.543
Aantal uitstaande participaties	7.254.534	7.139.435	7.523.371	7.290.650	7.166.986
Intrinsieke waarde per participatie	15,87	14,35	13,63	12,06	11,80
Rendement (intrinsieke waarde)	10,57%	5,35%	13,00%	2,23%	9,25%
Rendement Benchmark	9,53%	3,93%	11,29%	2,06%	8,03%

Bedragen per participatie zijn gebaseerd op het gemiddeld aantal participaties gedurende het boekjaar.

## 2 Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid

In deze paragraaf geven we een toelichting op de performance van het fonds ten opzichte van de benchmark. De genoemde out- of underperformance van het fonds ten opzichte van de benchmark is bepaald op basis van de geometrische methode. In deze methode wordt het relatieve verschil ten opzichte van de benchmark berekend en niet het absolute verschil.

Het AEGON Profile 2 Fund behaalde in 2014 een rendement van 10,6% na kosten. Hiermee presteerde het fonds 0,9% beter dan de customized AEGON 75/25 benchmark.

Het beleggingsbeleid voegde veel waarde toe. Bijna alle onderliggende fondsen presteerden beter dan de benchmark.

In de loop van 2014 lieten de ontwikkelde landen positieve economische ontwikkelingen zien. Zo zette het economische herstel zich in de Verenigde Staten voort, ondanks de gevreesde afbouw van de monetaire verruiming. Verder gaat premier Abe in Japan door met zijn economische hervormingen. De Japanse centrale bank wakkert de inflatie aan door grote hoeveelheden staatsobligaties op te kopen. Tot nog toe is het effect hiervan echter beperkt. Ook verhoogde Abe de btw, wat leidde tot economische krimp.

Europa heeft het ergste van de crisis van zich af kunnen schudden en vertoont ondertussen voorzichtig tekenen van herstel. Zo beginnen in Zuid-Europa de hervormingen effect te sorteren: in sommige landen daalt de werkloosheid door de flexibeler arbeidsmarkt. Andere landen, zoals Italië, hebben nog een lange weg te gaan. Hoewel hier hervormingen zijn doorgevoerd, moet het effect hiervan de komende jaren nog blijken.

In 2014 rendeerden de meeste beleggingscategorieën positief. Het vooruitzicht van een steeds ruimer monetair beleid in Europa zorgde voor een dalende rente op staatsobligaties. Vooral Zuid-Europese obligaties presteerden erg goed. Ook daalde de kredietopslag op bedrijfsobligaties verder, zodat bedrijven zich nu zeer goedkoop kunnen financieren.

Obligaties uit opkomende landen hadden een moeilijker jaar. De onrust in de Oekraïne en de gevolgen van de lage olieprijs zorgden voor een volatiel jaar, waar ook hoogrenderende obligaties onder leden. Bovendien kwamen in de Verenigde Staten flink wat oliebedrijven in de problemen door de lagere olieprijs.

Gedreven door het economische herstel bleven aandelen goed presteren. Bovendien stegen de bedrijfswinsten in de Verenigde Staten en Japan. De prijs van beursgenoteerde vastgoedbedrijven steeg hard. Door de dalende rente konden vastgoedbedrijven zich goedkoop financieren.

Grondstofprijzen daalden daarentegen hard in de tweede helft van het jaar. Dit kwam door het overaanbod van ruwe olie: de Verenigde Staten is de afgelopen jaren veel meer gaan produceren en de OPEC is niet langer bereid om de productie terug te schroeven. De lage olieprijs geeft een positieve stimulans aan olie-importerende landen en regio's, zoals de Verenigde Staten, Europa en Japan. Bovendien zorgt de lage olieprijs voor een lagere inflatie, of zelfs deflatie.

Voor 2015 verwachten we nog steeds positieve rendementen voor risicovolle beleggingen. De mooiste rendementen liggen echter wel achter ons, aangezien veel van het verwachte herstel al is ingeprijsd. Bovendien zijn aandelen een stuk duurder geworden en zijn ook de kredietopslagen laag. Door het toenemende vertrouwen en de goede rendementen in het verleden, verwachten we wel dat risicovolle beleggingen gewild blijven. Bovendien is het monetaire beleid nog steeds ruim, ondanks de afbouw van het opkoopprogramma in de Verenigde Staten.

## Jaarrekening 2014 AEGON Profile 2 Fund

### 3 Balans per 31 december

(voor resultaatbestemming)			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingsfondsen		115.143	102.485
<b>Totaal beleggingen</b>	6.2	<b>115.143</b>	<b>102.485</b>
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties		-	116
Vorderingen uit hoofde van uitgifte participaties		720	-
<b>Totaal vorderingen</b>		<b>720</b>	<b>116</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>115.863</b>	<b>102.601</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Fondsvermogen</b>			
Vermogen participanten		104.302	97.100
Resultaat boekjaar		10.840	5.385
<b>Totaal fondsvermogen</b>	6.4	<b>115.142</b>	<b>102.485</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van effectentransacties		721	-
Schulden uit hoofde van inkoop participaties		-	116
<b>Totaal kortlopende schulden</b>		<b>721</b>	<b>116</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>115.863</b>	<b>102.601</b>

#### 4 Winst-en-verliesrekening

(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
Waardeveranderingen van beleggingen	6.6	10.830	5.358
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>		<b>10.830</b>	<b>5.358</b>
<b>Overig resultaat</b>			
Op- en afslagvergoeding	6.7	10	27
<b>Totaal overig resultaat</b>		<b>10</b>	<b>27</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>10.840</b>	<b>5.385</b>

#### 5 Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Aankopen van beleggingen	(10.574)	(10.712)
Verkopen van beleggingen	9.583	15.569
<b>Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>(991)</b>	<b>4.857</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Inkoop van participaties	(1.644)	(6.783)
Uitgifte van participaties	2.625	1.895
Ontvangen op- en afslagvergoeding	10	27
<b>Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>991</b>	<b>(4.861)</b>
<b>Netto kasstroom</b>	<b>-</b>	<b>(4)</b>
Liquiditeiten beginstand boekjaar	-	4
<b>Liquiditeiten eindstand boekjaar</b>	<b>-</b>	<b>-</b>

## 6 Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening

### 6.1 Algemeen

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

### 6.2 Beleggingen

<b>Mutatieoverzicht beleggingen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<i>Beleggingsfondsen</i>		
Beginstand boekjaar	102.485	102.514
Aankopen	11.295	10.298
Verkopen	(9.467)	(15.685)
Waardeveranderingen	10.830	5.358
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>115.143</b>	<b>102.485</b>

Per jaareinde bedraagt de ongerealiseerde herwaardering op de beleggingsportefeuille als volgt:

<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Beleggingsfondsen	10.525	6.188
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>10.525</b>	<b>6.188</b>

### 6.3 Risico's ten aanzien van de financiële instrumenten

In deze paragraaf staan de belangrijkste risico's weergegeven van de financiële instrumenten binnen het fonds.

#### **Prijrisico**

Het prijrisico kan worden onderscheiden in:

- Valutarisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van valutawisselkoersen;
- Marktrisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van marktprijzen, veroorzaakt door factoren die uitsluitend gelden voor het individuele instrument of de emittent hiervan, of door factoren die alle instrumenten die verhandeld worden in de markt beïnvloeden;
- Renterisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen in de markttrente.

Het begrip prijrisico omvat niet alleen de kans op verliezen maar ook de kans op winsten.

#### Valutarisico

Het fonds belegt via onderliggende fondsen in beleggingen welke luiden in vreemde valuta en is hierdoor indirect blootgesteld aan een significant valutarisico.



Marktrisico

Het risico dat gelopen wordt als gevolg van veranderingen in marktprijzen wordt beperkt door de beleggingen in de portefeuille zoveel mogelijk te spreiden naar regio's en sectoren.

<b>Portefeuilleoverzicht</b>				
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>		<b>2013</b>	
<b>Belegging</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>
AEGON Strategic Allocation Fund 75/25	115.143	100,0	102.485	100,0
<b>Totaal per 31 december</b>	<b>115.143</b>	<b>100,0</b>	<b>102.485</b>	<b>100,0</b>

Renterisico

Het fonds belegt via de onderliggende beleggingsfondsen indirect in vastrentende financiële instrumenten en obligatiefutures en is hierdoor indirect blootgesteld aan een significant renterisico.

**Kasstroomrisico**

Kasstroomrisico is het risico dat toekomstige kasstromen verbonden aan een financieel instrument zullen fluctueren in omvang.

Het fonds belegt niet in financiële instrumenten met een variabele rentevergoeding en is hierdoor niet blootgesteld aan een significant kasstroomrisico.

**Kredietrisico**

Kredietrisico is het risico dat de contractpartij van een financieel instrument niet aan haar verplichting zal voldoen, waardoor het fonds een financieel verlies te verwerken krijgt.

Het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft bedraagt € 720.000 (2013: € 116.000).

Inclusief de financiële instrumenten gevoelig voor kredietrisico in de onderliggende beleggingsfondsen is het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft € 87.077.000 (2013: € 76.980.000).

Het fonds belegt in financiële instrumenten welke gevoelig zijn voor kredietrisico en is hierdoor blootgesteld aan een significant kredietrisico.

**Liquiditeitsrisico**

Liquiditeitsrisico, ook wel 'funding-risico' genoemd, is het risico dat het fonds niet de mogelijkheid heeft om de financiële middelen te verkrijgen die nodig zijn om aan de verplichtingen uit hoofde van de financiële instrumenten te voldoen. Liquiditeitsrisico kan onder meer ontstaan doordat een financieel actief niet op korte termijn kan worden verkocht tegen nagenoeg de reële waarde.

De participaties van het fonds zijn maandelijks verhandelbaar.

Via de onderliggende fondsen belegt het fonds in vrij verhandelbare beursgenoteerde beleggingen.

Het fonds is hierdoor niet blootgesteld aan een significant liquiditeitsrisico.

## 6.4 Fondsvermogen

### Fondsvermogen participanten

In het fondsvermogen participanten worden de transacties met de participanten van het fonds verwerkt en wordt het resultaat na bestemming toegevoegd. De transacties met participanten worden verwerkt tegen de toe- of uittredingskoers exclusief de op- of afslagvergoeding.

<b>Mutatieoverzicht fondsvermogen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Fondsvermogen participanten</b>		
Beginstand boekjaar	102.485	102.513
Inkoop van participaties	(1.528)	(6.899)
Uitgifte van participaties	3.345	1.486
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>104.302</b>	<b>97.100</b>
<b>Netto resultaat lopend boekjaar</b>	<b>10.840</b>	<b>5.385</b>
<b>Totaal fondsvermogen per 31 december</b>	<b>115.142</b>	<b>102.485</b>

<b>Verloopoverzicht participaties</b>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Aantal participaties per 1 januari	7.139.435	7.523.371
Inkoop van participaties	(103.599)	(491.273)
Uitgifte van participaties	218.698	107.337
<b>Aantal participaties per 31 december</b>	<b>7.254.534</b>	<b>7.139.435</b>

<b>Meerjarenoverzicht</b>			
	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	115.142	102.485	102.513
Aantal uitstaande participaties (stuks)	7.254.534	7.139.435	7.523.371
Intrinsieke waarde per participatie in €	15,87	14,35	13,63
Rendement (intrinsieke waarde)	10,57%	5,35%	13,00%
Rendement Benchmark	9,53%	3,93%	11,29%

### 6.5 Winst-en-verliesrekening

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

### 6.6 Waardeveranderingen van beleggingen

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Gerealiseerde koers- en valutawinsten op beleggingsfondsen	6.493	7.020
Ongerealiseerde koers- en valutaresultaten op beleggingsfondsen	4.337	(1.662)
<b>Totaal waardeveranderingen beleggingen</b>	<b><u>10.830</u></b>	<b><u>5.358</u></b>

### 6.7 Op- en afslagvergoeding

De op- en afslag bedraagt 0,21% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds. Tot 31 oktober bedroeg de op- en afslag 0,24%.

### 6.8 Toelichting beloningen

De toelichting op de beloningen is opgenomen onder de overige toelichtingen in hoofdstuk 8. De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van deze jaarrekening.

### 6.9 Kostenparagraaf

In de onderstaande tabel zijn de geïdentificeerde transactiekosten over het boekjaar weergegeven:

Transactiekosten		
(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Beleggingsfondsen	10	27
<b>Totaal transactiekosten</b>	<b><u>10</u></b>	<b><u>27</u></b>

**LKF ('lopende kosten factor', voorheen 'OCF')**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Gemiddelde intrinsieke waarde</b>	<b>108.499</b>	<b>103.926</b>
Toegerekende kosten onderliggende Aegon beleggingsfondsen	310	282
Toegerekende kosten onderliggende extern beheerde beleggingsfondsen	77	90
<b>Totale kosten</b>	<b>387</b>	<b>372</b>
<b>Lopende kosten factor</b>	<b>0,36%</b>	<b>0,36%</b>
<b>Toegerekende prestatievergoeding extern beheerde fondsen</b>	<b>0,01%</b>	<b>0,01%</b>

**Portefeuille omloop factor (POF)**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Effecten aankopen	11.295	10.298
Effecten verkopen	9.467	15.685
<b>Totaal effectentransacties</b>	<b>20.762</b>	<b>25.983</b>
Uitgifte participaties	3.345	1.486
Inkoop participaties	1.528	6.899
<b>Totaal mutaties in participaties</b>	<b>4.873</b>	<b>8.385</b>
Gemiddelde intrinsieke waarde	108.499	103.926
<b>Portefeuille omloop factor</b>	<b>15</b>	<b>17</b>

**Overige toelichtingen**

De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van de jaarrekening en zijn opgenomen in hoofdstuk 8.

## **6. Jaarverslag 2014 AEGON Profile 3 Fund**

## 1 Kerncijfers

	2014	2013	2012	2011	2010
<i>Overzicht per participatie</i>					
Waardeveranderingen	3,47	0,59	2,17	1,09	1,22
<b>Totaal bedrijfsopbrengsten</b>	<b>3,47</b>	<b>0,59</b>	<b>2,17</b>	<b>1,09</b>	<b>1,22</b>
<b>Nettoresultaat</b>	<b>3,47</b>	<b>0,59</b>	<b>2,17</b>	<b>1,09</b>	<b>1,22</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	100.197	81.978	77.681	64.768	55.903
Aantal uitstaande participaties	5.166.197	5.148.789	5.069.006	4.924.754	4.629.373
Intrinsieke waarde per participatie	19,39	15,92	15,32	13,15	12,08
Rendement (intrinsieke waarde)	21,80%	3,90%	16,53%	8,90%	11,40%
Rendement Benchmark	24,58%	4,86%	19,86%	4,20%	8,30%

Bedragen per participatie zijn gebaseerd op het gemiddeld aantal participaties gedurende het boekjaar.

## 2 Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid

In deze paragraaf geven we een toelichting op de performance van het fonds ten opzichte van de benchmark. De genoemde out- of underperformance van het fonds ten opzichte van de benchmark is bepaald op basis van de geometrische methode. In deze methode wordt het relatieve verschil ten opzichte van de benchmark berekend en niet het absolute verschil.

Het AEGON Profile 3 Fund behaalde in 2014 een rendement van 21,8% na kosten. Hiermee presteerde het fonds 2,2% slechter dan de benchmark, de customized AEGON 65/35.

Het beleggingsbeleid voegde veel waarde toe. Bijna alle onderliggende fondsen presteerden beter dan de benchmark. Door de grote renteveranderingen werd dit effect teniet gedaan door het LDO fonds.

Het fonds maakt gebruik van een rentematch, die door de gedaalde rente veel waarde toevoegde.

## Jaarrekening 2014 AEGON Profile 3 Fund

### 3 Balans per 31 december

(voor resultaatbestemming)			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingsfondsen		100.197	81.978
<b>Totaal beleggingen</b>	6.2	<b>100.197</b>	<b>81.978</b>
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van uitgifte participaties		427	243
<b>Totaal vorderingen</b>		<b>427</b>	<b>243</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	6.4	1	-
<b>Totaal overige activa</b>		<b>1</b>	<b>-</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>100.625</b>	<b>82.221</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Fondsvermogen</b>			
Vermogen participanten		82.234	78.940
Resultaat boekjaar		17.963	3.038
<b>Totaal fondsvermogen</b>	6.5	<b>100.197</b>	<b>81.978</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van effectentransacties		428	243
<b>Totaal kortlopende schulden</b>		<b>428</b>	<b>243</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>100.625</b>	<b>82.221</b>

#### 4 Winst-en-verliesrekening

(bedragen x € 1.000)	Referentie	2014	2013
Waardeveranderingen van beleggingen	6.7	17.952	3.026
<b>Totaal beleggingsresultaat</b>		<b>17.952</b>	<b>3.026</b>
<b>Overig resultaat</b>			
Op- en afslagvergoeding	6.8	11	12
<b>Totaal overig resultaat</b>		<b>11</b>	<b>12</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>17.963</b>	<b>3.038</b>

#### 5 Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Aankopen van beleggingen	(11.098)	(11.779)
Verkopen van beleggingen	11.016	10.777
<b>Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>(82)</b>	<b>(1.002)</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Inkoop van participaties	(1.808)	(1.227)
Uitgifte van participaties	1.880	2.216
Ontvangen op- en afslagvergoeding	11	12
<b>Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>83</b>	<b>1.001</b>
<b>Netto kasstroom</b>	<b>1</b>	<b>(1)</b>
Liquiditeiten beginstand boekjaar	-	1
<b>Liquiditeiten eindstand boekjaar</b>	<b>1</b>	<b>-</b>



## 6 Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening

### 6.1 Algemeen

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

### 6.2 Beleggingen

<b>Mutatieoverzicht beleggingen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<i>Beleggingsfondsen</i>		
Beginstand boekjaar	81.978	77.681
Aankopen	11.283	12.022
Verkopen	(11.016)	(10.751)
Waardeveranderingen	17.952	3.026
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>100.197</b>	<b>81.978</b>

Per jaareinde bedraagt de ongerealiseerde herwaardering op de beleggingsportefeuille als volgt:

<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Beleggingsfondsen	15.087	5.530
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>15.087</b>	<b>5.530</b>

### 6.3 Risico's ten aanzien van de financiële instrumenten

In deze paragraaf staan de belangrijkste risico's weergegeven van de financiële instrumenten binnen het fonds.

#### **Prijrisico**

Het prijrisico kan worden onderscheiden in:

- Valutarisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van valutawisselkoersen;
- Marktrisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen van marktprijzen, veroorzaakt door factoren die uitsluitend gelden voor het individuele instrument of de emittent hiervan, of door factoren die alle instrumenten die verhandeld worden in de markt beïnvloeden;
- Renterisico is het risico dat de waarde van een financieel instrument zal fluctueren als gevolg van veranderingen in de markttrente.

Het begrip prijrisico omvat niet alleen de kans op verliezen maar ook de kans op winsten.

#### Valutarisico

Het fonds belegt via onderliggende fondsen in beleggingen welke luiden in vreemde valuta en is hierdoor indirect blootgesteld aan een significant valutarisico.

Marktrisico

Het risico dat gelopen wordt als gevolg van veranderingen in marktprijzen wordt beperkt door de beleggingen in de portefeuille zoveel mogelijk te spreiden naar regio's en sectoren.

<b>Portefeuilleoverzicht</b>				
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>		<b>2013</b>	
<b>Belegging</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>	<b>Bedrag</b>	<b>% van de NAV</b>
AEGON Strategic Allocation Fund 65/35	100.197	100,0	81.978	100,0
<b>Totaal per 31 december</b>	<b>100.197</b>	<b>100,0</b>	<b>81.978</b>	<b>100,0</b>

Renterisico

Het fonds belegt via de onderliggende beleggingsfondsen indirect in vastrentende financiële instrumenten en obligatiefutures en is hierdoor indirect blootgesteld aan een significant renterisico.

**Kasstroomrisico**

Kasstroomrisico is het risico dat toekomstige kasstromen verbonden aan een financieel instrument zullen fluctueren in omvang.

Het fonds belegt niet in financiële instrumenten met een variabele rentevergoeding en is hierdoor niet blootgesteld aan een significant kasstroomrisico.

**Kredietrisico**

Kredietrisico is het risico dat de contractpartij van een financieel instrument niet aan haar verplichting zal voldoen, waardoor het fonds een financieel verlies te verwerken krijgt.

Het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft bedraagt € 428.000 (2013: € 243.000).

Inclusief de financiële instrumenten gevoelig voor kredietrisico in de onderliggende beleggingsfondsen is het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft € 65.556.000 (2013: € 53.529.000).

Het fonds belegt in financiële instrumenten welke gevoelig zijn voor kredietrisico en is hierdoor blootgesteld aan een significant kredietrisico.

**Liquiditeitsrisico**

Liquiditeitsrisico, ook wel 'funding-risico' genoemd, is het risico dat het fonds niet de mogelijkheid heeft om de financiële middelen te verkrijgen die nodig zijn om aan de verplichtingen uit hoofde van de financiële instrumenten te voldoen. Liquiditeitsrisico kan onder meer ontstaan doordat een financieel actief niet op korte termijn kan worden verkocht tegen nagenoeg de reële waarde.

De participaties van het fonds zijn maandelijks verhandelbaar. Via de onderliggende fondsen belegt het fonds in vrij verhandelbare beursgenoteerde beleggingen. Het fonds is hierdoor niet blootgesteld aan een significant liquiditeitsrisico.

**6.4 Liquide middelen**

De liquide middelen staan ter vrije beschikking van het fonds.

## 6.5 Fondsvermogen

### Fondsvermogen participanten

In het fondsvermogen participanten worden de transacties met de participanten van het fonds verwerkt en wordt het resultaat na bestemming toegevoegd. De transacties met participanten worden verwerkt tegen de toe- of uittredingskoers exclusief de op- of afslagvergoeding.

<b>Mutatieoverzicht fondsvermogen</b>		
<b>(bedragen x € 1.000)</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
<b>Fondsvermogen participanten</b>		
Beginstand boekjaar	81.978	77.681
Inkoop van participaties	(1.808)	(1.199)
Uitgifte van participaties	2.064	2.458
<b>Eindstand boekjaar</b>	<b>82.234</b>	<b>78.940</b>
<b>Netto resultaat lopend boekjaar</b>	<b>17.963</b>	<b>3.038</b>
<b>Totaal fondsvermogen per 31 december</b>	<b>100.197</b>	<b>81.978</b>

<b>Verloopoverzicht participaties</b>		
	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Aantal participaties per 1 januari	5.148.789	5.069.006
Inkoop van participaties	(101.060)	(77.449)
Uitgifte van participaties	118.468	157.232
<b>Aantal participaties per 31 december</b>	<b>5.166.197</b>	<b>5.148.789</b>

<b>Meerjarenoverzicht</b>			
	<b>2014</b>	<b>2013</b>	<b>2012</b>
Fondsvermogen (x € 1.000)	100.197	81.978	77.681
Aantal uitstaande participaties (stuks)	5.166.197	5.148.789	5.069.006
Intrinsieke waarde per participatie in €	19,39	15,92	15,32
Rendement (intrinsieke waarde)	21,80%	3,90%	16,53%
Rendement Benchmark	24,58%	4,86%	19,86%

### 6.6 Winst-en-verliesrekening

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek voor ratio's zijn opgenomen in hoofdstuk 7.

### 6.7 Waardeveranderingen van beleggingen

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Gerealiseerde koers- en valutawinsten op beleggingsfondsen	8.395	7.568
Ongerealiseerde koers- en valutaresultaten op beleggingsfondsen	9.557	(4.542)
<b>Totaal waardeveranderingen beleggingen</b>	<b><u>17.952</u></b>	<b><u>3.026</u></b>

### 6.8 Op- en afslagvergoeding

De op- en afslag bedraagt 0,27% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds. Tot 31 oktober 2014 bedroeg de op- en afslag 0,30%.

### 6.9 Toelichting beloningen

De toelichting op de beloningen is opgenomen onder de overige toelichtingen in hoofdstuk 8. De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van deze jaarrekening.

### 6.10 Kostenparagraaf

In de onderstaande tabel zijn de geïdentificeerde transactiekosten over het boekjaar weergegeven:

Transactiekosten		
(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Beleggingsfondsen	11	12
<b>Totaal transactiekosten</b>	<b><u>11</u></b>	<b><u>12</u></b>

**LKF ('lopende kosten factor', voorheen 'OCF')**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
<b>Gemiddelde intrinsieke waarde</b>	<b>90.949</b>	<b>79.801</b>
Toegerekende kosten onderliggende Aegon beleggingsfondsen	306	255
Toegerekende kosten onderliggende extern beheerde beleggingsfondsen	87	96
<b>Totale kosten</b>	<b>393</b>	<b>351</b>
<b>Lopende kosten factor</b>	<b>0,43%</b>	<b>0,44%</b>
<b>Toegerekende prestatievergoeding extern beheerde fondsen</b>	<b>0,02%</b>	<b>0,02%</b>

**Portefeuille omloop factor (POF)**

(bedragen x € 1.000)	2014	2013
Effecten aankopen	11.283	12.022
Effecten verkopen	11.016	10.751
<b>Totaal effectentransacties</b>	<b>22.299</b>	<b>22.773</b>
Uitgifte participaties	2.064	2.458
Inkoop participaties	1.808	1.199
<b>Totaal mutaties in participaties</b>	<b>3.872</b>	<b>3.657</b>
Gemiddelde intrinsieke waarde	90.949	79.801
<b>Portefeuille omloop factor</b>	<b>20</b>	<b>24</b>

**Overige toelichtingen**

De overige toelichtingen zijn integraal onderdeel van de jaarrekening en zijn opgenomen in hoofdstuk 8.

## 7. Grondslagen van waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek van ratio's

### Algemeen

De jaarrekening van de fondsen zijn opgesteld in overeenstemming met Boek 2 BW Titel 9. De jaarrekening is opgesteld overeenkomstig de door de wetgever opgestelde modellen ten behoeve van de jaarrekening voor beleggingsinstellingen. Op onderdelen zijn in de jaarrekening bewoordingen gehanteerd die afwijken van die modellen, omdat deze beter de inhoud van de post weergeven.

Bedragen luiden in euro, tenzij anders vermeld.

### Vreemde valuta

De rapportage- en functionele valuta van de fondsen betreft de euro en is vastgesteld op grond van het feit dat de participaties noteren in euro en het merendeel van de transacties plaatsvinden in euro. Activa en passiva in vreemde valuta zijn omgerekend tegen de koersen ultimo december van het boekjaar.

Voor aan- en verkopen gedurende het boekjaar zijn de transactiekoersen gehanteerd. Voor posten van de winst-en-verliesrekening in vreemde valuta geldt eveneens de transactiekoers.

Verschillen uit hoofde van de valutaomrekening op beleggingen worden in de winst-en-verliesrekening als onderdeel van de waardeveranderingen verwerkt.

Verschillen uit hoofde van valutaomrekening op vorderingen en schulden worden in de winst-en-verliesrekening als onderdeel van de valutaresultaten verwerkt.

### Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. De liquiditeiten bestaan uit de liquide middelen en de schulden aan kredietinstellingen.

### Waarderingsgrondslagen

Tenzij anders vermeld, zijn de activa en passiva in de balans opgenomen voor de nominale waarde. Beleggingen zijn gewaardeerd tegen reële waarde. De wijze waarop deze reële waarde wordt bepaald wordt nader toegelicht in de onderstaande paragraaf.

### Vaststelling intrinsieke waarde

De intrinsieke waarde van alle Aegon beleggingsfondsen wordt minstens één keer per jaar gecontroleerd door de externe accountant in het kader van de jaarlijkse controle van het fonds.

### Beleggingen

De aandelen- en fondsbeleggingen worden geclassificeerd als investeringen in eigen-vermogensinstrumenten.

### Criteria voor opname in de balans

Het fonds neemt financiële instrumenten in de balans op zodra zij partij wordt in de contractuele bepalingen van het financiële instrument. De reële waarde van de financiële instrumenten bij eerste opname is gelijk aan de kostprijs van de financiële instrumenten.

Een financieel instrument wordt niet langer in de balans opgenomen indien een transactie ertoe leidt dat alle of nagenoeg alle rechten op economische voordelen en alle of nagenoeg alle risico's met betrekking tot het financieel instrument aan een derde worden overgedragen.

### Verwerking transactiekosten

Transactiekosten bij aankoop van beleggingen worden als onderdeel van de kostprijs geactiveerd en worden als onderdeel van de ongerealiseerde waardeveranderingen op beleggingen in de winst-en-verliesrekening verantwoord. Aan het einde van het boekjaar zijn als gevolg hiervan geen transactiekosten geactiveerd. Transactiekosten bij verkoop van beleggingen worden als onderdeel van

de gerealiseerde waardeveranderingen verantwoord. Transactiekosten bij aankopen van derivaten worden direct in de winst-en-verliesrekening verantwoord.

Het totaalbedrag aan geïdentificeerde transactiekosten van beleggingen (naast de transactiekosten van derivaten) over het boekjaar wordt toegelicht in de kostenparagraaf.

### **Bepaling reële waarde beleggingen**

De beleggingen bestaande uit participaties in andere Aegon beleggingsfondsen, worden gewaardeerd tegen reële waarde, zijnde de intrinsieke waarde van de participatie van deze fondsen. De intrinsieke waarde van deze fondsen wordt elke dag dat de Nederlandse beurs open is vastgesteld en weerspiegelt de reële waarde van deze Aegon beleggingsfondsen op het moment van vaststellen van de intrinsieke waarde.

### **Toelichting bepaling reële waarde onderliggende beleggingen in de Aegon Beleggingsfondsen**

De Aegon Beleggingsfondsen beleggen elk in bepaalde typen financiële instrumenten. Verder zijn de Aegon Beleggingsfondsen gestructureerd naar bijvoorbeeld regio en risicoprofiel.

Beleggingen die zijn genoteerd aan een effectenbeurs worden gewaardeerd tegen de meest recente slotkoers, of, bij gebreke daarvan, op de door de beheerder getaxeerde waarde. Indien financiële instrumenten op verschillende effectenbeursen zijn genoteerd, bepaalt de beheerder van welke effectenbeurs de koers in aanmerking wordt genomen. In geval van bijzondere omstandigheden (zoals bijvoorbeeld grote volatiliteit op financiële markten) waardoor naar de mening van de beheerder de waardering op de hierboven beschreven wijze leidt tot een waardering die niet de werkelijke waarde weerspiegelt, kan de beheerder bij de vaststelling van de waarde van beursgenoteerde financiële instrumenten rekening houden met verwachte noteringen aan de hand van relevante indices op financiële markten.

Eventuele incurante en/of niet aan een effectenbeurs genoteerde beleggingen worden gewaardeerd op basis van de voor deze beleggingen meest recente informatie waarover de beheerder beschikt. De beheerder zal zich inspannen om te beschikken over de meest recente informatie. Dit impliceert dat, in tegenstelling tot beursgenoteerde beleggingen, voor incurante en/of niet aan een effectenbeurs genoteerde beleggingen de waarde gedateerd kan zijn. Indien na vaststelling van de intrinsieke waarde maar voorafgaand aan publicatie van het jaarverslag informatie beschikbaar komt, die leidt tot een materieel ander inzicht ten aanzien van de te publiceren intrinsieke waarde in het jaarverslag, dan zal dit in het verslag worden gemeld. De nadere informatie zal verwerkt worden bij de eerstvolgende vaststelling van de intrinsieke waarde.

De waardering van asset backed securities (financieel instrument bestaande uit een portefeuille van activa) wordt bepaald aan de hand van gegevens die door Barclays Capital worden aangeleverd. Indien Barclays geen betrouwbare koers kan aanleveren (bijvoorbeeld doordat onvoldoende informatie ten aanzien van de security beschikbaar is), dan wordt een discounted cash flow model gebruikt, rekening houdend met spreads en ratings van asset backed securities. Mocht hier geen betrouwbare waardering uit komen dan worden verschillende broker quotes opgevraagd om tot een waardering te komen.

De waardering van corporate bonds (credits/high yields) vindt plaats tegen de geldende koers zoals opgegeven door dataleverancier Barclays Capital. Indien Barclays geen betrouwbare koers kan aanleveren (bijvoorbeeld doordat onvoldoende informatie ten aanzien van de security beschikbaar is), dan wordt dataleverancier Interactive Data gebruikt. Mocht hier geen betrouwbare waardering uit komen dan worden dataleveranciers Markit en Bloomberg geraadpleegd en worden verschillende broker quotes opgevraagd om tot een waardering te komen.

Externe beleggingsfondsen in private equity worden gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde van de participatie. Hiertoe worden mandaten verleend aan externe vermogensbeheerders die op hun beurt (in)direct beleggen in het risicodragend vermogen van niet-beursgenoteerde bedrijven. Deze vermogensbeheerders waarden hun beleggingen volgens de International Private Equity And Venture Capital Valuation Guidelines.

Beleggingen in hedge funds worden gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde van de participatie. Deze waarde wordt elke maand vastgesteld door de beheerder van het onderliggende hedge fund. De waarde ultimo boekjaar wordt getoetst aan het jaarverslag van het hedge fund voor zover deze beschikbaar is op het moment van opstellen van de jaarrekening van het fonds. Hierdoor kunnen verschillen ontstaan in de intrinsieke waarde ultimo boekjaar van het fonds zoals berekend en

afgegeven door de beheerder van het fonds en de intrinsieke waarde volgens de jaarrekening van het fonds.

De marktwaarde van callgelden wordt bepaald aan de hand van de theoretische prijs, berekend met behulp van data uit actieve markten.

De marktwaarde van valutatermijncontracten wordt bepaald met behulp van een standaard model waarbij via een interface met Bloomberg de quotes en parameters worden ingelezen.

De marktwaarde van futures wordt bepaald aan de hand van de notering op een beurs of een andere gereguleerde markt. Indien geen directe notering beschikbaar is, wordt een theoretische prijs berekend met behulp van data uit actieve markten.

De marktwaarde van opties wordt bepaald aan de hand van de notering op een beurs of een andere gereguleerde markt. Indien geen directe notering beschikbaar is, wordt een theoretische prijs berekend met behulp van data uit actieve markten.

De marktwaarde van total return swaps wordt bepaald aan de hand van de theoretische prijs van de belegging (onderliggende portefeuille van financiële instrumenten) en de hier tegenover staande lening, berekend met behulp van data uit actieve markten.

Bij het bepalen van de marktwaarde van credit default swaps wordt gebruik gemaakt van de discounted cash flow methode waarbij toekomstige betalingen worden afgezet tegen de waarschijnlijkheid van een faillissement.

De marktwaarde van interest rate swaps wordt bepaald door de toekomstige kasstromen contant te maken tegen de marktrente.

De exposurewaarden van de derivaten worden onder de niet in de balans opgenomen rechten en verplichtingen nader gespecificeerd.

### **Presentatie derivaten**

De positieve marktwaarde van de derivaten wordt onder de beleggingen gepresenteerd. De negatieve marktwaarde van derivaten wordt als beleggingen aan de passiefzijde van de balans gepresenteerd. Eventuele saldering van derivaten in de balans vindt plaats indien aan de salderingsvoorwaarden is voldaan. In het mutatieoverzicht beleggingen is het gesaldeerde verloop van de derivatenposities per type derivaat weergegeven.

### **Vorderingen en schulden**

Vorderingen en schulden worden bij eerste verwerking gewaardeerd tegen reële waarde. Na eerste verwerking worden vorderingen en schulden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs. Indien er geen sprake is van agio of disagio of transactiekosten is de geamortiseerde kostprijs gelijk aan de nominale waarde van de vordering of schuld.

De vorderingen bestaan voornamelijk uit terugvorderbare en verrekenbare dividend- en bronbelasting en/of lopende interest. De vorderingen uit hoofde van terugvorderbare en verrekenbare dividend- en bronbelasting lopen langer dan één jaar. De andere vorderingen lopen korter dan één jaar. Waardering geschiedt onder aftrek van een eventuele voorziening voor oninbaarheid.

### **Fondsvermogen participanten**

In het fondsvermogen participanten worden de transacties met de participanten van de fondsen verwerkt en wordt het resultaat na bestemming toegevoegd. De transacties met participanten worden verwerkt tegen de toe- of uitredingskoers exclusief de op- of afslagvergoeding.

### **Berekening rendement op basis van herbelegging dividend**

Het rendement (intrinsieke waarde) wordt berekend op basis van de intrinsieke waarde ultimo boekjaar en de intrinsieke waarde ultimo vorig boekjaar. Bij uitkering van dividend wordt uitgegaan van herbelegging tegen de koers op de dag van de dividenduitkering.



### **Grondslagen voor resultaatbepaling**

In de winst-en-verliesrekening worden baten en lasten verantwoord die gedurende het boekjaar voortvloeien uit de bedrijfsactiviteiten. Aan- en verkoopkosten van beleggingen en derivaten worden direct in de winst-en-verliesrekening verantwoord.

### **Dividendopbrengsten**

Dividenden worden verantwoord op ex-dividend datum, rekening houdend met de eventuele niet terugvorderbare dividendbelasting.

### **Renteopbrengsten en -lasten**

Rente wordt verantwoord in de periode waarop zij betrekking heeft.

### **Securities lending fees**

De opbrengsten van securities lending transacties komen, na aftrek van de met securities lending samenhangende kosten (waaronder de vergoeding aan de beheerder en de juridisch eigenaar) ten gunste van de fondsen of onderliggende fondsen. De opbrengsten worden maandelijks afgerekend.

### **Waardeveranderingen beleggingen**

Dit betreft de indirecte beleggingsopbrengsten uit hoofde van gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen en valutakoersverschillen. Deze opbrengsten worden verwerkt in de periode waarop zij betrekking hebben.

Hieronder worden de gerealiseerde en niet-gerealiseerde koers- en valutaresultaten over het boekjaar verantwoord. De gerealiseerde koers- en valutaresultaten worden bepaald als het verschil tussen de verkoopwaarde en de gemiddelde historische aankoopwaarde. De niet-gerealiseerde koers- en valutaresultaten worden bepaald als de mutatie in de ongerealiseerde koers- en valutaresultaten gedurende het boekjaar. De terugboeking van in voorgaande jaren verwerkte niet-gerealiseerde koers- en valutaresultaten is opgenomen in de niet-gerealiseerde koers- en valutaresultaten bij realisatie van deze resultaten.

Voor de waardeveranderingen van hypotheekleningen geldt dat deze in beginsel altijd ongerealiseerd is aangezien de hypotheekleningen tot het einde van de looptijd worden aangehouden, met uitzondering van de vervroegde aflossing van de hypotheekleningen door de hypotheekgever.

### **Op- en afslag**

Bij de uitgifte en inkoop van participaties van de fondsen worden de uitgifte- en inkoopprijs van de participaties ten opzichte van de berekende intrinsieke waarde verhoogd met een opslag respectievelijk verlaagd met een afslag. Deze op- en afslagen dienen met name ter dekking van transactiekosten die bij de fondsen in rekening worden gebracht over de beleggingstransacties van de fondsen. Deze transactiekosten bestaan uit vergoedingen voor onder andere brokerkosten waaronder researchkosten, settlementkosten en vergoedingen voor valutaverschillen. De op- en afslagen worden periodiek door de beheerder vastgesteld op basis van de reële kosten die in rekening worden gebracht bij de transacties.

### **Kosten**

Kosten worden verwerkt in de periode waarop zij betrekking hebben.

### **Beheervergoeding**

De beheerder brengt een vaste beheervergoeding in rekening voor het beheer van het fondsvermogen. De beheervergoeding wordt vastgesteld als een percentage op jaarbasis. De beheervergoeding wordt dagelijks bij de fondsen in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van de fondsen ultimo de voorgaande handelsdag.

### **Service fee**

De beheerder brengt een service fee in rekening bij de fondsen. De service fee is een vergoeding voor kosten zoals kosten van toezichthouders, kosten van bewaring, kosten van accountants, kosten van (juridisch) advies, oprichtingskosten, administratiekosten en marketing- en communicatiekosten.

De accountantskosten voor het onderzoek van het liquidatieverslag en eventuele fiscale adviezen en andere niet-controlediensten worden door de beheerder betaald uit de service fee. Deze kosten zijn niet individueel toe te rekenen aan de beleggingsfondsen onder beheer. Derhalve is nadere splitsing achterwege gelaten.

De service fee wordt dagelijks in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van de fondsen ultimo van de voorafgaande handelsdag.

#### **LKF ('lopende kosten factor')**

De LKF is een maatstaf voor doorlopende kosten die een fonds in rekening worden gebracht gedurende de verslagperiode. Voor de berekening van de lopende kosten zijn de volgende uitgangspunten van belang:

- De LKF geeft de verhouding weer tussen de doorlopende kosten en de gemiddelde intrinsieke waarde. De doorlopende kosten omvatten alle kosten die gedurende de verslagperiode ten laste van het fondsvermogen zijn gebracht, met uitzondering van de op- en afslagen van toe- en uittredende participanten, eventuele prestatievergoedingen en transactiekosten van beleggingen en interestkosten op bankrekeningen. Het betreffende fonds kan beleggen in andere Aegon fondsen. In de berekening van de doorlopende kosten van een fonds zijn dan naast de kosten die rechtstreeks verantwoord worden in een fonds, tevens begrepen de doorlopende kosten van andere Aegon fondsen waarin een fonds belegt en de kosten vanuit fee sharing agreements.
- De gemiddelde intrinsieke waarde is gebaseerd op de intrinsieke waarden op elke dag dat de intrinsieke waarde van een fonds is bepaald gedurende de verslagperiode.
- Kosten van extern beheerde fondsen worden meegenomen wanneer een fonds daarin gemiddeld over het boekjaar meer dan 10% van het beheerde vermogen direct of indirect belegt. Indien de externe beleggingsinstellingen weer beleggen in andere beleggingsinstellingen (zoals bij fund of funds) zijn, vanwege het gebrek aan inzicht in de kosten van deze onderliggende beleggingsinstellingen, deze kosten niet meegenomen in de berekening van de LKF.

#### **Portefeuille Omloop Factor (POF)**

De POF geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de portefeuille van de fondsen waardoor inzicht wordt gegeven in de mate waarin actief in de beleggingsportefeuille wordt gemuteerd als gevolg van beleggingsbeslissingen. Met deze indicator wordt een indruk verkregen van de transactiekosten die gemoeid zijn met het portefeuillebeheer. Actief portefeuillebeheer brengt hogere transactiekosten met zich mee. Een omloopfactor van 200 geeft bijvoorbeeld aan dat voor twee maal de waarde van het gemiddelde fondsvermogen aan- en verkooptransacties zijn uitgevoerd naast aan- en verkooptransacties als gevolg van toe- of uittredingen. In de berekening van de POF zijn opnames en uitzettingen van callgelden niet meegenomen.

De inkopen en uitgaven van participaties worden op dagbasis gesaldeerd teneinde de daadwerkelijke in- of uitstroom op dagbasis te bepalen. Hierdoor wordt de in- of uitstroom beter afgestemd op de aan- en verkopen als gevolg van transacties met participanten. De bedragen kunnen hierdoor afwijken van de bedragen die staan weergegeven in het vermogen en het kasstroomoverzicht.

Een fonds kan deels of geheel beleggen in andere Aegon beleggingsfondsen waarbinnen de feitelijke aan- en verkopen van beleggingen plaatsvinden. De POF van de onderliggende Aegon beleggingsfondsen is meer relevant en wordt toegelicht in de jaarrekening van het desbetreffende Aegon beleggingsfonds.

De POF wordt als volgt berekend:

$$[(\text{Totaal 1} - \text{Totaal 2}) / X] * 100$$

Totaal 1: het totaal bedrag aan effectentransacties (effectenaankopen + effectenverkopen)

Totaal 2: het totaal bedrag aan transacties (uitgifte + inkopen) van deelnemingsrechten van de beleggingsinstelling

X: de gemiddelde intrinsieke waarde van de beleggingsinstelling (bepaald conform methodiek LKF hiervoor).

## 8. Overige toelichtingen

### Toelichting beloningen

De beheerder heeft over het prestatiejaar 2014 nog de CRD III beloningsregels toegepast op de variabele beloning van Identified Staff (te betalen vanaf begin 2015). Vanaf prestatiejaar 2015 gaat de beheerder de AIFMD beloningsregels toepassen (te betalen vanaf begin 2016). Dit is in lijn met de ESMA-Richtsoenen voor een goed beloningsbeleid in het kader van de AIFM (ESMA/2013/232) en de hieraan gerelateerde Vraag&Antwoord (ESMA/2014/163). Hierin wordt aangegeven dat de regels omtrent variabele beloning moeten worden toegepast in het eerste prestatiejaar nadat de AIFM in kwestie zich heeft aangemeld voor autorisatie. Aangezien AIM B.V. zich in 2014 heeft aangemeld, is 2015 het eerste prestatiejaar voor de AIFMD regels omtrent variabele beloning. De overige regels omtrent remuneratie zijn van toepassing op het moment dat AIM B.V. haar vergunning in 2014 heeft verkregen.

De medewerkers die binnen de beheerder aangemerkt zijn als Identified Staff ontvangen hun 2014 variabele beloning binnen de kaders van CRD III. De hoogte van hun variabele beloning wordt berekend aan de hand van de resultaten ten opzichte van een mix aan Aegon N.V., AIM B.V. en persoonlijke doelstellingen. De Aegon N.V. doelstellingen bestaan voor 40% uit niet-gecorrigeerde financiële IFRS prestatie-indicatoren, voor 40% uit risico-gecorrigeerde financiële prestatie-indicatoren en voor 20% uit strategie/duurzaamheid gerelateerde prestatie-indicatoren (niet financieel). De AIM B.V. doelstellingen bestaan uit een mix van prestatie-indicatoren die gerelateerd zijn aan vermogensbeheerresultaten, winstgevendheid, verkoopresultaten, risicomanagement en strategie. De persoonlijke doelstellingen worden gemeten aan de hand van kwalitatieve en kwantitatieve functie gerelateerde prestatie-indicatoren, in lijn met de strategie van Aegon N.V. en AIM B.V.. Voor beide doelstellingen geldt dat deze maximaal voor 40% mogen bestaan uit niet-gecorrigeerde financiële prestatie-indicatoren.

Conform CRD III wordt de resulterende variabele beloning voor een deel direct uitbetaald en voor het resterende deel uitgesteld en betaald over een periode van drie jaren. Iedere betaling (direct en uitgesteld) bestaat voor de helft uit geld en voor de andere helft uit Aegon N.V. aandelen, waarbij men deze voor een bepaalde periode verplicht moet vasthouden. Hierbij vinden tevens de voorgeschreven ex-ante en ex-post risico assessments plaats.

De totale beloning die de beheerder heeft betaald aan het personeel in het boekjaar 2014 bedraagt € 21,6 miljoen. Van deze beloning bedraagt € 2,9 miljoen een variabele beloning. Het totale aantal personeelsleden dat een vergoeding ontving is 186 (op basis van FTE). Het totale aantal personeelsleden dat een variabele vergoeding ontving is 69. Het personeel houdt geen belangen in het fonds, dus het fonds heeft geen rendementen uitgekeerd aan het personeel.

Omdat de regels voor (variabele) beloning onder AIFMD pas vanaf het boekjaar 2015 van toepassing zijn, zal Aegon vanaf volgend boekjaar het betaalde bedrag van de beloning nader onderverdelen naar de hoogste directie en de personeelsleden wier handelen het risicoprofiel van de beleggingsentiteit in belangrijke mate beïnvloeden.

De beloningen zijn door de beheerder niet toe te rekenen aan de individuele fondsen, omdat deze informatie niet direct beschikbaar is.

### Verbonden partijen

Alle transacties met verbonden partijen zijn aangegaan onder normale marktvoorwaarden. Hieronder zijn volledigheidshalve de verbonden partijen genoemd en wordt ingegaan op de overeenkomsten met de verbonden partijen.

#### *Beheerder*

De fondsen maken gebruik van de diensten van de beheerder, Aegon Investment Management B.V., en hebben zelf geen personeel in dienst. Het personeel waarvan Aegon Investment Management B.V. gebruik maakt, is in dienst van Aegon Nederland N.V. De kosten voor het gebruik van het personeel van de beheerder worden gedekt door de beheervergoeding die door de fondsen aan de beheerder wordt betaald.

#### *Bewaarder en Juridisch eigenaar*

Tot 22 juli 2014 is de bewaarder Aegon Custody B.V., gevestigd te Den Haag.

Vanaf 22 juli 2014 is de bewaarder van de fondsen Citibank International Limited. Vanaf 22 juli 2014 is Aegon Custody BV alleen nog Juridisch Eigenaar.

Aegon Custody B.V. is opgericht op 25 april 1991, en is een besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid, gevestigd op Aegonplein 50, 2591 TV te 's-Gravenhage. Zij is ingeschreven in het Handelsregister te 's-Gravenhage onder nummer 27134727. Tot 22 juli 2014 was Aegon Custody B.V. een 100% dochtermaatschappij van Aegon Nederland N.V. Vanaf 22 juli 2014 is Aegon Custody B.V. een 100% dochter van Aegon Asset management Holding B.V.

#### *Aegon N.V. - Aegon Derivatives N.V.*

Aegon Derivatives N.V. en Aegon N.V. verlenen ten behoeve van de fondsen, welke vertegenwoordigd worden door de beheerder en Juridisch eigenaar, de volgende diensten:

- **Cashmanagement:** Aegon N.V. verzorgt het dagelijkse cashmanagement en beheert de totale cashpool van de fondsen.
- **Valutamanagement:** Aegon N.V. is tegenpartij bij valutatransacties van de fondsen die niet zelf beschikken over een bankrekening in vreemde valuta. Alle settlements en corporate actions in vreemde valuta van deze fondsen worden geboekt op de valutarekeningen van Aegon N.V. en doorbelast naar de euro rekening van desbetreffende fondsen.
- **Het afsluiten van OTC derivaten:** binnen het kader van de derivaten policy van Aegon N.V. worden lange termijn OTC derivaten afgesloten op naam van Aegon Derivatives N.V. De beheerder is verplicht vooraf te toetsen of het gebruik van het desbetreffende instrument is toegestaan binnen het door Aegon N.V. of het in het prospectus van de fondsen geformuleerde beleid. Effectief heeft het fonds Aegon Derivatives N.V. als tegenpartij en heeft Aegon Derivatives N.V. de externe partijen als tegenpartij. Het collateral wordt op dagbasis afgerekend door Aegon Derivatives N.V. met de fondsen. Aegon Derivatives N.V. draagt zelf geen risico, maar is een pass through vehikel ten behoeve van het efficiënt managen van de derivaten exposure voor de fondsen.

#### *Kames Capital*

Met Kames Capital zijn in een Service Level Agreement afspraken gemaakt over de berekening van fund en benchmark performance die de beheerder gebruikt voor de rapportages en verslaggeving van de fondsen.

#### *Saemor Capital B.V.*

Met Saemor Capital B.V. is een overeenkomst gesloten voor het beheren van de Europese aandelenportefeuille.

#### *Pelargos Capital B.V.*

Met Pelargos Capital B.V. is een overeenkomst gesloten voor het beheren van de Aziatische aandelenportefeuille.

#### *AEGON USA Investment Management, LLC*

Met AEGON USA Investment Management LLC zijn in een Investment Management Agreement afspraken gemaakt over het managen van de Amerikaanse portefeuille.

#### *TKP Investments B.V.*

Met TKP Investments B.V. zijn in een Investment Management Agreement afspraken gemaakt over het managen van de hedge fund en private equity portefeuille.

### **Fee sharing agreements**

De fondsen hebben een fee sharing agreement met betrekking tot securities lending opbrengsten met de beheerder en de bewaarder. Van de totale opbrengst van securities lending wordt 18% aan fee vergoed aan de bewaarder die securities lending voor de beheerder uitvoert. Daarnaast wordt 10% aan fee vergoed aan de beheerder of andere entiteiten binnen de Aegon organisatie. De overige opbrengsten van securities lending transacties (72%) komen ten gunste van de fondsen of onderliggende Aegon beleggingsfondsen. De fondsen ontvangen dan indirect securities lending opbrengsten binnen de onderliggende fondsen. Tot 1 april 2014 werd van de opbrengst van securities lending 20% aan fee vergoed aan de bewaarder die securities lending voor de beheerder uitvoert. Van de resterende opbrengst kwam 80% toe aan de fondsen en werd 20% fee aan de beheerder vergoed.

**Uitbesteding van taken**

De beheerder heeft in het kader van het beheer van de fondsen aan de volgende partijen taken gedelegeerd:

- BlackRock Advisors (UK) Ltd: externe vermogensbeheerder voor index aandelenfondsen;
- Saemor Capital: externe vermogensbeheerder voor de Europese aandelenportefeuille;
- Pelargos Capital: externe vermogensbeheerder voor de Aziatische aandelenportefeuille;
- JP Morgan: cash en collateral management services;
- Citibank International Limited, Netherlands Branch: bewaartaken;
- Citibank NA: operationele uitvoering van securities lending transacties en fund accounting;
- Aegon Derivatives N.V.: dienstverlening voor cash en collateral management;
- Kames Capital: berekening van fund performance en benchmark performance.

**Aansprakelijkheid van de bewaarder**

De bewaarder is jegens de AEGON Funds en de participanten aansprakelijk voor het verlies van een in bewaarneming genomen financieel instrument door de bewaarder of door een derde aan wie de bewaarneming is overgedragen. De bewaarder is niet aansprakelijk indien hij kan aantonen dat het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover hij redelijkerwijs geen controle heeft en waarvan de gevolgen onvermijdelijk waren, ondanks alle inspanningen om ze te verhinderen.

De bewaarder is jegens de AEGON Funds en de participanten eveneens aansprakelijk voor alle andere verliezen die zij ondervinden doordat de bewaarder zijn verplichtingen uit hoofde van deze bewaarovereenkomst met opzet of door nalatigheid niet naar behoren nakomt. Participanten kunnen de aansprakelijkheid van de bewaarder indirect invoeren door middel van de beheerder. Indien de beheerder niet aan een dergelijk verzoek wil mee werken zijn de participanten bevoegd om de schadeclaim rechtstreeks bij de bewaarder in te dienen.

**Hard commissions en softdollar arrangementen**

De fondsen maken geen gebruik van overeenkomsten met hard commissions. Met betrekking tot softdollar arrangementen is Aegon Investment Management B.V. compliant aan de DUFAS Fund Governance Principles. Aegon Investment Management B.V. ontvangt tegen betaling research van brokers. De ontvangen research komt ten goede aan de fondsen en haar participanten.

Den Haag, 2 april 2015

De beheerder

Aegon Investment Management B.V., namens deze:

E. van der Maarel  
S.A.C. Russell  
W.J.J. Peters  
H. Eggen  
R.R.S. Santokhi  
A.H. Maatman

## 9. Overige gegevens

### 1 Voorstel resultaatbestemming

De directie stelt voor om het resultaat over het boekjaar toe te voegen aan het fondsvermogen participanten.

### 2 Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: de directie van Aegon Investment Management B.V. als beheerder van de AEGON Profile Funds.

#### **Verklaring betreffende de jaarrekening**

Wij hebben de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekeningen 2014 AEGON Profile 1 Fund, AEGON Profile 2 Fund en AEGON Profile 3 (hierna: de fondsen) te Den Haag gecontroleerd. Deze jaarrekeningen bestaan uit de balans per 31 december 2014 en de winst-en-verliesrekening over 2014 met de toelichtingen, een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en de overige toelichtingen.

#### *Verantwoordelijkheid van de beheerder*

De beheerder van de fondsen is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekeningen die het vermogen en het resultaat getrouw dienen weer te geven, alsmede voor het opstellen van het verslag van de beheerder en de jaarverslagen, allen in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW). De beheerder is tevens verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing als de beheerder noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekeningen mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten.

#### *Verantwoordelijkheid van de accountant*

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekeningen op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht, waaronder de Nederlandse controlestandaarden. Dit vereist dat wij voldoen aan de voor ons geldende ethische voorschriften en dat wij onze controle zodanig plannen en uitvoeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekeningen geen afwijkingen van materieel belang bevatten. Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekeningen. De geselecteerde werkzaamheden zijn afhankelijk van de door de accountant toegepaste oordeelsvorming, met inbegrip van het inschatten van de risico's dat de jaarrekeningen een afwijking van materieel belang bevatten als gevolg van fraude of fouten.

Bij het maken van deze risico-inschattingen neemt de accountant de interne beheersing in aanmerking die relevant is voor het opmaken van de jaarrekeningen en voor het getrouwe beeld daarvan, gericht op het opzetten van controlewerkzaamheden die passend zijn in de omstandigheden. Deze risico-inschattingen hebben echter niet tot doel een oordeel tot uitdrukking te brengen over de effectiviteit van de interne beheersing van de beheerder. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door de beheerder van de fondsen gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekeningen.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

#### *Oordeel betreffende de jaarrekening*

Naar ons oordeel geven de jaarrekeningen een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van AEGON Profile 1 Fund, AEGON Profile 2 Fund en AEGON Profile 3 per 31 december 2014 en van het resultaat over 2014 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

**Verklaring betreffende overige bij of krachtens de wet gestelde eisen**

Ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder e en f BW vermelden wij dat ons geen tekortkomingen zijn gebleken naar aanleiding van het onderzoek of het verslag van de beheerder en de jaarverslagen, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW zijn opgesteld, en of de in artikel 2:392 lid 1 onder b tot en met h BW vereiste gegevens zijn toegevoegd. Tevens vermelden wij dat het verslag van de beheerder en de jaarverslagen, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar zijn met de jaarrekeningen zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amsterdam, 2 april 2015

PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.

Origineel getekend door mr. drs. M.D. Jansen RA