

Jaarverslag

1 januari 2015 t/m 31 december 2015

Van Nierop Maatschappijbelegging



Inhoud

1	Algemene informatie	3
2	Verslag van de Beheerder	6
2.1.	Economische ontwikkelingen	6
2.2.	Financiële markten	6
2.3.	Kerncijfers	12
2.4.	Verslag van de beheerder - beleggingsbeleid	13
2.5.	Wet – en regelgeving	19
2.6.	Fund Governance	20
2.7.	Stembeleid en Beleid Verantwoord Beleggen	21
2.8.	Algemene vooruitzichten	22
3	Jaarrekening 2015 Van Nierop Maatschappijbelegging	26
3.1.	Balans per 31 december	26
3.2.	Winst-en-verliesrekening	27
3.3.	Kasstroomoverzicht	27
3.4.	Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening	28
4	Overige gegevens	41
4.1.	Voorstel resultaatbestemming	41
4.2.	Controleverklaring van de onafhankelijke accountant	41

1 Algemene informatie

Beheerder

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

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

Bewaarder

Citibank Europe Plc Netherlands Branch, gevestigd te Schiphol, vervult de taak van bewaarder.

Aegon Custody B.V. vervult de taak van juridisch eigenaar. De directie van Aegon Custody B.V. wordt 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

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

Van Nierop Maatschappijbelegging dat zelf geen personeel in dienst heeft, maakt 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.

Profiel

Van Nierop Maatschappijbelegging ('het fonds') is een besloten fonds voor gemene rekening opgericht in juli 2002. Het fonds staat open voor vennootschappen die behoren tot de fiscale eenheid Aegon N.V. en tevens gekwalificeerde belegger zijn in de zin van de Wft.

Doelstelling

Het beleggingsbeleid van het fonds is erop gericht op langere termijn een hoger totaal rendement te behalen dan de benchmark.

Benchmark

De benchmark van het fonds bestaat uit 40% MSCI All Country World Net Index, 45% Merrill Lynch Core Eurozone Government Bond Index (customized), 5% S&P GSCI Excess Return Index + US\$ -overnight rate index en 10% alternative investments portefeuille rendement.

Beleggingen

De feitelijke beleggingen van het fonds 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.

Fiscaal

Het fonds is fiscaal transparant, hetgeen betekent dat het fonds niet belastingplichtig is voor de vennootschapsbelasting (of onderworpen zijn aan een andere belastingheffing naar de winst) en niet onderworpen is 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.

Restricties

Beleggingsuniversum

Het fonds belegt in zakelijke waarden (50,5% - 60,5%), vastrentende waarden (39,5% - 49,5%) en liquide middelen. Er gelden restricties voor het strategische en tactische asset allocatie beleid en daarnaast gelden de restricties van de onderliggende fondsen. De vrij beschikbare kaspositie moet liggen tussen -5% en 5% van het fondsvermogen.

Leverage

De toegestane leverage (conform methode op basis van gedane toezeggingen) bedraagt maximaal 50% van het fondsvermogen.

Verhandelbaarheid

Het fonds is niet ter beurse genoteerd. De participaties luiden op naam. Er worden geen participatiebewijzen uitgegeven.

Dividendbeleid

Het fonds keert geen dividend uit. De ontvangen inkomsten worden herbelegd.

Op- en afslag

Bij de uitgifte en inkoop van participaties van het fonds 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 het fonds in rekening worden gebracht over de beleggingstransacties van het fonds. Deze transactiekosten bestaan uit vergoedingen voor onder andere brokercosten 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 het fonds in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van het fonds ultimo de voorgaande handelsdag.

Service fee

De beheerder brengt een service fee in rekening bij het fonds. 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 het fonds ultimo van de voorafgaande handelsdag.

2 Verslag van de Beheerder

2.1. Economische ontwikkelingen

2015 was een economisch bewogen jaar, met een hoofdrol voor de centrale banken. Maar ook de effecten van de sterk gedaalde grondstofprijzen – en de achterliggende oorzaken – stuurden de financiële markten.

Europa

2015 begon met de aankondiging van de Zwitserse centrale bank om het plafond voor de Zwitserse frank af te schaffen. De munt apprecieerde hierdoor sterk. Kort daarop kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) een programma voor kwantitatieve verruiming (QE) aan. Dit vanwege zorgen over de lage inflatie. Het programma ging in maart van start.

Het economisch herstel in Europa zette door, waarbij met name enkele landen in de periferie erg goed presteerden. Doorgevoerde hervormingen, de lagere wisselkoers en de lage grondstofprijzen ondersteunden het herstel.

Een uitzondering op de positieve ontwikkelingen was Griekenland. De regering verzette zich tegen het Europese steunprogramma, en schreef een referendum uit over het hulppakket. Dit resulteerde in een nee van de bevolking, waardoor het in de zomer even leek alsof Griekenland de eurozone zou verlaten. Desondanks besloot de Griekse regering in de eurozone te blijven en de voorwaarden van de geldschieters te accepteren. De kosten voor een exit bleken te groot.

Verenigde Staten

2015 was een goed economisch jaar voor de Verenigde Staten. De werkloosheid daalde verder en de groei bleef robuust. Het hele jaar speculeerden beleggers op een renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank (de Fed). De Fed maakte zich echter zorgen over de economie in opkomende landen, en uiteindelijk kwam de renteverhoging pas in december.

Opkomende landen

Door de aanstaande renteverhoging en door de dalende grondstofprijzen kwamen enkele opkomende landen in de problemen. Brazilië gaat bijvoorbeeld door een diepe recessie. De omstandigheden in China zijn echter het meest bepalend voor de wereldeconomie. China heeft heel veel schulden opgebouwd in de afgelopen jaren. De vraag is of deze houdbaar zijn. Dit jaar bleek dat de economie langzamer groeit dan de afgelopen jaren. Daarnaast besloot de Chinese regering het wisselkoersmechanisme aan te passen. Financiële markten interpreteerden dit als een zeer negatief signaal. Het is namelijk onduidelijk of ze dit doen om een sterke economische teruggang te voorkomen. Daarnaast zal een lagere wisselkoers minder groei en minder inflatie betekenen in de rest van de wereld.

2.2. Financiële markten

Aandelen

Europa

Europese aandelen lieten over 2015 een positief rendement zien. In januari beëindigde de Zwitserse centrale bank het plafond van de Zwitserse frank ten opzichte van de euro. De daaropvolgende stijging van de Zwitserse frank leidde aanvankelijk tot aanzienlijke koersdalingen van Zwitserse aandelen, die veelal een groot deel van hun winst in het buitenland behalen. Eind januari kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) aan vanaf maart 2015 tot september 2016 voor 60 miljard euro per maand aan obligaties te gaan opkopen, meer dan analisten hadden verwacht. Deze kwantitatieve verruiming had een gunstige uitwerking op de beurs.

Gebeurtenissen in het verre oosten raakten ook de Europese beurzen. Gedurende het jaar kwamen er namelijk meer cijfers naar buiten die duiden op verdere afname van de economische groei in China. In het derde kwartaal lieten de Chinese monetaire autoriteiten voor het eerste in lange tijd de Chinese munt, de renminbi, licht zakken ten opzichte

van de dollar. Dat nieuws zorgde wereldwijd voor dalingen van aandelenkoersen. De lagere Chinese groei was ook een belangrijke reden voor de verdere daling van de olieprijs en de koersen van andere grondstoffen.

Als gevolg van deze ontwikkelingen waren er in 2015 grote rendementsverschillen tussen landen en sectoren. Olieproducenten, mijnbouwondernemingen, ijzerproducenten en hun toeleveranciers waren de afgetekende verliezers op de beurs. Daartegenover stonden de sectoren die wisten te profiteren van de – door de lagere grondstofprijzen – stijgende koopkracht van Europese consumenten. Dit waren met name hotels, reisorganisaties en vliegtuigmaatschappijen, die ook nog eens hun operationele kosten zagen dalen door lagere brandstofprijzen.

In december verhoogde de Amerikaanse centrale bank (de Fed) voor het eerst sinds lange tijd de Amerikaanse rente. Europese aandelenbeleggers ontvingen dit nieuws goed, want aanpassing van de rente door de Fed wordt beschouwd als een indicatie van gezonde economische groei in de Verenigde Staten. Maar de door de ECB aangekondigde maatregelen in december vielen wel tegen, terwijl de alsmal dalende olieprijs leidde tot vragen over de vooruitzichten voor de wereldeconomie.

Noord Amerika

2015 was een licht negatief jaar voor Noord-Amerikaanse aandelen. De volatiliteit was aan het begin van het jaar vrij laag, maar nam door zorgen over de Chinese economie enorm toe in augustus. Binnen enkele dagen noteerden verschillende indices ruim 10% lager. Daarnaast had de onzekerheid over een eventuele renteverhoging van de Fed een negatieve invloed op de beurzen in Amerika. Waarbij de Canadese beurs harder werd geraakt dan de Amerikaanse indices. Dit kan verklaard worden doordat de Canadese index relatief veel grondstof gerelateerde bedrijven bevat.

Opmerkelijk is de goede prestatie van enkele technologiebedrijven. Zo verdubbelden de koersen van bedrijven als Netflix en Amazon. Andere tech reuzen zoals Google en Facebook behaalden enorme winsten. Met een opgelopen waardering verwachten beleggers dat deze bedrijven nog flink groeien in de toekomst.

De winstcijfers waren goed, evenals de omzetten. Sectoren als zorg en consumentengoederen presteerden het beste. De zorgsector werd gedreven door overname activiteiten gedurende het jaar. Energie presteerde het slechtste door de grote daling van grondstofprijzen afgelopen jaar. West Texas Intermediate sloot het jaar op 37 Amerikaanse dollar per vat, terwijl dat begin het jaar nog 53 Amerikaanse dollar was.

Azië inclusief opkomend Azië

De aandelenmarkten in Azië kenden een goede start van het jaar, ondanks teleurstellende macro-economische groei cijfers. Met name opkomende economieën zoals China, Indonesië en Thailand lieten zwakke groei zien. Grotendeels veroorzaakt door de scherpe daling van grondstofprijzen – een belangrijk exportproduct voor deze opkomende markten. Daarnaast zorgde een appreciërende Amerikaanse dollar voor duurder importproducten, waardoor de binnenlandse vraag in veel landen achterbleef bij de verwachtingen. Een ander belangrijk effect is dat de schuldenlast van opkomende landen – vaak gefinancierd met een lagere rente in Amerikaanse dollars – zwaarder wordt naarmate de Amerikaanse dollar aantrekt ten opzichte van lokale valuta. Dit effect zette zowel de bankensector als het bedrijfsleven in de opkomende Aziatische markten onder druk.

Met name vanaf de zomer werd duidelijk dat in de Chinese economie een scherpe groeivertraging plaatsvond, waarbij zowel industriële productie als handelsvolumes krompen. Ook devalueerde de Chinese centrale bank de Renminbi onverwachts met 4% tegen de Amerikaanse dollar. Dit zorgde in de tweede helft van het jaar voor volatiliteit op de financiële markten, waarbij de meeste Aziatische beurzen in de periode juni tot september zo'n 20% corrigeerden. Toen de macro-economische cijfers vanaf oktober leken te stabiliseren, lieten de meeste markten een herstel in het vierde kwartaal zien.

Over 2015 noteerde de MSCI Asia Pacific ex-Japan index een daling van 1,1% in lokale valuta gemeten. In Amerikaanse dollars was deze daling aanzienlijk groter: 12,0%. Absolute uitblinkers waren Chinese aandelen genoteerd aan de lokale beurzen van Shanghai en Shenzhen, die een rendement behaalden van respectievelijk 9,4% en 63,2%. Deze sterke performance werd grotendeels veroorzaakt door speculatie van Chinese particuliere beleggers, nadat lokale

beurzen koerswinsten van ruim 100% hadden geboekt vanaf medio 2014. Een zeepbel die inmiddels is geklapt, de verwachting is dat de correctie de komende maanden voortduurt.

Zuidoost-Aziatische markten als Indonesië, Singapore en Thailand stonden onder druk door afzwakende economische groei en lieten negatieve rendementen noteren variërend van -12.0% tot -18.5%. Ook de verschillen in performance tussen de sectoren onderling waren fors. De enige sector met een positief rendement over 2015 was de farmaceutische sector. Cyclische sectoren zoals basismaterialen, energie en niet-duurzame consumentengoederen stonden onder druk door zwakke grondstofprijzen en consumptie in de regio. Ze noteerden verliezen oplopend van 15,0% tot 26,1%.

Japan

Het koersherstel van de Japanse aandelenmarkt volgend op de onverwachte monetaire verruimingsmaatregelen van de Bank of Japan (BoJ), in oktober 2014, zette zich voort in 2015. De markten profiteerden van de verhoging van het opkoopprogramma van de centrale bank, waarbij de BoJ maandelijks voor ruim 70 miljard euro obligaties, aandelen en vastgoedfondsen koopt. Daarnaast heeft het overheidspensioenfonds, de GPIF, een significante wijziging doorgevoerd in haar strategische asset allocatie. Hierbij is de neutrale weging van aandelen verhoogd van 24% naar 50%, ten koste van Japanse obligaties.

Naast de toegenomen allocaties van Japanse pensioenfondsen, profiteerden Japanse aandelen gedurende de eerste helft van het jaar ook van een verbetering van de fundamentele vooruitzichten. Ondanks matige macro-economische groeicijfers, lieten de bedrijfsresultaten van Japanse ondernemingen een sterke stijging zien. Dit werd mede veroorzaakt door lagere (grondstof)kosten en gestage exportgroei als gevolg van de zwakke yen.

Vanaf de zomer werd het nieuws minder eenduidig positief. Door redelijke economische groeicijfers in de Verenigde Staten en gestaag dalende werkloosheid steeg de kans op een renteverhoging door de Fed. Dit vergrootte de opwaartse druk op de Amerikaanse dollar verder. De sterke Amerikaanse dollar zette de economieën van veel opkomende markten zoals Brazilië, Indonesië en China verder onder druk. Met name de groeivertraging in China had een sterk negatief effect op de exportgroei in de Aziatische regio. Krimpemde valuta-reserves in China, zwakke handelscijfers en een plotselinge devaluatie van de Renminbi, zorgden in augustus voor paniek op de financiële markten. De Japanse aandelenbeurs corrigeerde ruim 15% over augustus en september. Meevallende bedrijfswinsten en stabiliserende macro-economische cijfers zorgden voor een krachtig herstel in oktober en november, waarna in december een kleine consolidatie volgde.

Over 2015 noteerden Japanse aandelen een koersstijging van 8,1% in lokale valuta, zoals gemeten door de MSCI Japan index. Er was een grote dispersie van rendementen over de sectoren, waarbij defensieve sectoren zoals farmacie en duurzame consumentengoederen het best presteerden met stijgingen van respectievelijk 33% en 26%. Door de scherpe daling van grondstofprijzen bleven basismaterialen en energie achter bij het beursgemiddelde en lieten zelfs een kleine daling noteren.

Latijns-Amerika

2015 was een zeer volatiel jaar voor aandelen in Latijns-Amerika, die het jaar in deze regio dan ook zeer negatief afsloten. Het begin van het jaar werd vooral gedreven door de onzekerheid rond de verkrapping van het Amerikaanse monetaire beleid. Dit zorgde voor kapitaalvlucht uit de meeste opkomende regio's waaronder Latijns-Amerika. Binnen de regio kende vooral de beurs in Brazilië zwakte aan het begin van het jaar, voor een deel verklaard door de politieke onrust binnen het land. Daarnaast kende het land een enorm corruptieschandaal bij oliereus Petrobras. In maart tot en met mei herstelden de koersen zich, gesteund door een herstellende olieprijs. Binnen deze regio zijn de diverse economieën sterk afhankelijk van de olieprijs en andere grondstofprijzen. Sinds de zomer is de olieprijs echter bijna gehalveerd. Deze daling – samen met het verkrappende Amerikaanse monetaire beleid – hadden een zeer negatief effect op de beurzen in Latijns-Amerika. De beurzen daalden er eensgezind, met verliezen over 2015 tussen de 20 tot 50%.

Vastrentende waarden

Staatsobligaties

Na de historisch gezien extreem lage renteniveaus van 2014 werd de staatsobligatiemarkt in 2015 geconfronteerd met verschillende ontwikkelingen. Die zorgden ervoor dat de rente dit jaar volatiel was, maar ook laag bleef. Voor een stijgende rente was een duidelijk groeiherstel nodig geweest, evenals een stijgende inflatie. Maar de Europese groei bleef steken op net boven de trendgroei, en de Europese inflatie bleef laag. Dit laatste door de dalende olieprijs en het uitblijven van looninflatie.

De clash tussen Europa en de nieuw verkozen Griekse regeringspartij van leider Tsipras zorgde voor marktstress. Uiteindelijk committeerde Griekenland zich aan de Europese aanpak van de schuldenproblematiek en keerde de rust weer terug.

Wereldwijd gezien zijn er duidelijke verschillen zichtbaar tussen landen met een positieve groeiontwikkeling, de Verenigde Staten en het Verenigd Koninkrijk, en landen die onder druk staan, zoals China, Brazilië en Rusland. Daarbij was het geopolitieke spanningsveld ook in 2015 groot. De problemen in Rusland en het Midden-Oosten – met Syrië en Irak als middelpunt – bleven, en ook in Azië liepen de spanningen soms op.

Per saldo breidden de centrale banken hun accommoderende beleidsmaatregelen uit. Er vond wel een duidelijke divergentie plaats. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) bouwde het accommoderende beleid af: in december werd de officiële rente verhoogd met 0,25%. Dit was voor het eerst sinds het begin van de zero interest rate policy in 2008. Verdere toekomstige renteverhogingen blijven afhankelijk van economische data. De Europese Centrale Bank (ECB) verlaagde juist de officiële rente tot 0,05% met een negatieve deposito rente van -0,30%. Ook besloot zij tot het opkopen van staatsobligaties en verlengde dit programma bovendien eind 2015. De centrale bank van Japan kwam wederom met een omvangrijk verruimend pakket aan maatregelen, om de groei en de inflatie aan te zwengelen.

De belangrijkste driver van obligatiemarkten bleef de zoektocht naar rendement, gesteund door de ruim aanwezige liquiditeit. Gedurende 2015 nam de Duitse tienjaars rente licht toe. Bij de start van het jaar was de rente 0,54% om te eindigen op 0,62%. In de looptijdsegmenten 2 tot 10 jaar versteilde de curve met 35 basispunten tot 0,96%. Dit kwam vooral door een daling van de korte rente omdat de ECB de depositorente fors verlaagde. Het lange 10-30-jaars stuk van de curve bleef vrijwel onveranderd over het jaar, ondanks een flinke vervlakking in de eerste helft van 2015. De renteversillen tussen de Europese landen waren volatiel, maar veranderden per saldo weinig. Lichte outperformer was Ierland en de underperformer was Finland.

Geldmarkt

Na de historisch gezien extreem lage renteniveaus van 2014 werd de geldmarkt in 2015 geconfronteerd met verschillende ontwikkelingen. Die zorgden ervoor dat de rentes dit jaar volatiel waren en per saldo flink daalden. De Europese inflatie bleef laag. Dit laatste door de dalende olieprijs en het uitblijven van looninflatie.

De belangrijkste driver van geldmarkten bleef de zoektocht naar rendement, gesteund door het verruimende beleid van de ECB en de daardoor ruim aanwezige liquiditeit. Gedurende 2015 nam de 3 maands euriborrente sterk af. Bij de start van het jaar was deze 0,078%, om te eindigen op -0,131%. De eerste negatieve notering was op 21 april. De 1-daagsrente, Eonia, gaf hetzelfde beeld: deze daalde van 0,144% tot -0,127%, met als eerste negatieve notering zelfs 2 januari.

Grondstoffen

Alle sectoren op de grondstoffenmarkt noteerden een sterk negatief rendement in 2015. Daarbij gingen energie gerelateerde grondstoffen het meest in prijs omlaag.

De olieprijs domineerde ook dit jaar weer de energiesector. Het hele jaar kampte de oliemarkt met overaanbod en hoge voorraden. Het overaanbod nam toe nadat in november 2014 de OPEC besloot de oliemarkt niet langer te balanceren. Deze beslissing werkte in de eerste maanden van 2015 nog steeds door in de prijzen. In het tweede

kwartaal leek de prijs van olie te stabiliseren, met name door een sterke afname van het aantal productiefaciliteiten van schalieolie in de Verenigde Staten. De productie in de Verenigde Staten nam echter niet af.

De olieprijs daalde verder nadat de OPEC gedurende het jaar enkele keren herhaalde de oliemarkt aan de aanbodzijde niet te willen balanceren en Saoedi Arabië de olieproductie verder verhoogde tot recordhoogte. Tijdens de OPEC vergadering op 4 december kondigde het kartel zelfs aan het productieplafond te verhogen, terwijl een verlaging van de productie was verwacht. Dit heeft in 2015 uiteindelijk geleid tot een daling van de olieprijs met ruim 45%.

Ook de industriële metalen bleven onder druk liggen. China neemt voor de meeste industriële metalen de helft van de wereldwijde consumptie voor zijn rekening. Daarom zorgden vooral de magere Chinese groeiverwachtingen en een devaluatie van de Chinese Renminbi voor een negatief effect op de prijzen van industriële metalen. Aluminium, koper, nikkel, lood en zink gingen allen in prijs omlaag.

De prijzen van edelmetalen daalden fors. De verwachting van een renteverhoging in de Verenigde Staten zorgde voor veel spanning op de financiële markten en een negatieve impact op de relatieve aantrekkelijkheid van goud en zilver als veilige haven. Dit kwam met name tot uiting in november, toen het zo goed als zeker was dat de Fed in december de rente zou verhogen.

Ook de agrarische sector had te maken met negatief sentiment. Voorraden van de meeste agriculturele grondstoffen waren wat hoger dan verwacht, waardoor de prijzen licht afnamen. Daarnaast duiden de weerpatronen op de mogelijke ontwikkeling van El Niño. Dit zorgde voor veel gewassen voor extra onzekerheid rond de opbrengst van de oogst en daarmee voor extra prijsvolatiliteit.

Hedge Funds

Het beleid van de centrale banken oefende in 2015 een sterke invloed uit op de financiële markten. De Europese Centrale Bank (ECB) startte in het eerste kwartaal met een grootschalig obligatie-opkoopprogramma en ging daar het hele jaar mee door. De Amerikaanse centrale bank (Fed) stelde in de loop van 2015 de verhoging van de beleidsrente enkele malen uit. Uiteindelijk kwam op 16 december dan toch nog de langverwachte verhoging van 0,25% naar 0,50%.

In het eerste halfjaar waren de aandelenmarkten vrij rustig. Het tweede halfjaar verliep daarentegen volatiel, met vooral dalingen in augustus en september, gevolgd door sterk herstel in oktober. Chinese aandelen daalden in juni, wat wereldwijd echter nog niet veel gevolgen had. Toen de Chinese koersen in augustus verder daalden, raakten echter ook de Amerikaanse en Europese beurzen besmet. Verder daalde de euro sterk ten opzichte van de dollar in de eerste maanden van 2015, een trend die halverwege 2014 al was ingezet. Vervolgens trad wel enig herstel op, maar de wisselkoers bleef volatiel.

De sterke daling van de olieprijs kwam onverwacht, zeker gezien de al scherpe dalingen in het voorafgaande jaar. Een blijvend lage olieprijs kan ingrijpende gevolgen hebben voor diverse landen, zoals Rusland, Brazilië, Venezuela en de Verenigde Staten. Tegelijkertijd kunnen hierdoor ook de wereldwijde geopolitieke verhoudingen sterk veranderen.

Marktontwikkelingen

Voor hedgefondsen was 2015 in absolute zin een teleurstellend jaar. De HFRI Fund of Funds Composite Index, die een representatief beeld van de hedgefondsmarkt geeft, daalde gedurende het jaar met 0,4%. In vergelijking met een aantal andere beleggingscategorieën ziet het rendement van hedgefondsen er echter beter uit. Obligaties en grondstoffen daalden, en ook aandelen in de Verenigde Staten en de opkomende landen deden het niet goed. Europese aandelen presteerden over het algemeen wel beter.

Het jaar begon voorspoedig voor hedgefondsen, met positieve rendementen in de eerste vijf maanden. Van juni tot september hadden hedgefondsen last van de onrust op de financiële markten. Deze onrust ontstond vooral door macro-economische tegenwind in de Verenigde Staten en twijfels over de Chinese economische groei, die tot dalende koersen op de Chinese aandelenbeurzen leidde. Ook de prijs van grondstoffen daalde, met dalende aandelenkoersen in de energiesector tot gevolg. In oktober en november wisten hedgefondsen zich weliswaar te herstellen, maar in december was het rendement opnieuw licht negatief.

Toelichting op de strategieën

Vooraf strategieën die zich richten op bedrijfsspecifieke gebeurtenissen (event driven) beleefden een matig jaar. Debet hieraan waren vooral beleggingen in de energiesector en de farmaceutische sector. Global macro en managed futures presteerden het best. Global macro managers wisten goed in te spelen op de macro-economische ontwikkelingen en managed futures waren in staat om hun beleggingen in het volatiele tweede halfjaar snel aan te passen.

Aandelenstrategieën

Aandelenstrategieën begonnen met een negatief rendement in januari. Van februari tot mei herstelden ze zich en behaalden ze positieve rendementen. Vooral in Europa stegen de aandelenkoersen door het ruime monetaire beleid van de centrale banken. In de laatste dagen van juni zorgde een neerwaartse correctie op de aandelenmarkten echter voor negatieve rendementen van aandelenstrategieën.

In het derde kwartaal werden aandelenmanagers verrast door de sterk toenemende volatiliteit op de aandelenmarkten, een gevolg van de sterk dalende Chinese aandelenkoersen. Dit leidde tot negatieve rendementen in zowel juli, augustus als september. Pas in oktober trad enig herstel op.

Gemiddeld eindigden aandelenstrategieën het jaar met een rendement van rond de 0%. Amerikaanse aandelen, waar deze groep managers het meest in handelt, sloten het jaar echter gemiddeld met verlies. Short biased managers, die winst maken als de koersen dalen, beleefden wel een goed jaar, met vooral in het tweede halfjaar een positief rendement.

Vastrentende strategieën

In het eerste kwartaal van 2015 presteerden vastrentende strategieën redelijk goed. Credit spreads, de risico-opslagen op vastrentende waarden, daalden door het toegenomen vertrouwen op de financiële markten. Per saldo leverde dit winst op voor managers die zich toeleggen op bedrijfsobligaties, inclusief de meer risicovolle high yield bedrijfsobligaties. Deze trend zette zich voort tot eind juni, waarna de risicopremies echter weer stegen en de obligatiekoersen daalden. Gemiddeld leed deze groep managers hierdoor verlies in het derde en vierde kwartaal, wat nog versterkt werd door posities in de energiesector.

Global macro en managed futures

Van de belangrijkste hedgefondsstrategieën presteerden global macro en managed futures in 2015 het best. Global macro managers speelden goed in op het door centrale banken gedreven klimaat op de financiële markten. In het eerste kwartaal ontstond de winst vooral door aandelenposities in Europa en Japan en de verdere daling van de rente en de olieprijs. In het tweede kwartaal liepen de kapitaalmarktrentes echter onverwacht sterk op, zodat deze managers verliezen leden op obligatieposities.

In de tweede helft van het jaar behaalden managed futures goede resultaten, vooral omdat ze snel wisten te reageren op de turbulenterre financiële markten. Managed futures hebben hiermee hun toegevoegde waarde bewezen als strategie die doorgaans een lage correlatie heeft met andere strategieën.

Private equity

In 2015 behaalden private equity fondsen gemiddeld gezien een uitstekend rendement, dat hoger was dan het rendement op aandelen. De fondsen realiseerden verdere operationele winststijgingen bij de onderliggende bedrijven en profiteerden van het goede klimaat voor de verkoop van bedrijven ('exits'). Ook de stijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro droeg positief bij aan het rendement. De LPX50, een veelgebruikte index voor beursgenoteerde private equity fondsen, behaalde een rendement van 11,5% en presteerde daarmee ook beter dan de aandelenbeurzen.

Het aantal verkopen door private equity managers ('exits') was in 2015 weliswaar hoog, maar wel lager dan in 2014. Mogelijk ligt dat aan de recente onrust op de aandelenbeurzen, wat het moeilijker maakt om een bedrijf naar de beurs te brengen. Ook de totale waarde van de transacties lag iets lager. Zowel het volume als de waarde van de exits in 2015 waren wel duidelijk hoger dan in 2007, net voor de financiële crisis.

Het aantal buyout-transacties lag in 2015 iets lager dan in 2014. De totale waarde van de transacties nam wel toe. Transactieprijsen blijven stijgen door de grote concurrentie, zodat het voor private equity managers belangrijk blijft om selectief te zijn. In Noord-Amerika steeg de waarde van de private equity transacties met 33%, maar in de overige geografische regio's bleef de waarde ongeveer gelijk.

Na de crisis nam vooral de activiteit van grote buyout-managers sterk af. De voorkeur ging uit naar transacties in het midden- en kleine segment. Ook werden de transacties meer met eigen vermogen gefinancierd. De afgelopen vier jaar nam het volume van grote buyout-transacties echter weer wat toe. Opvallend is dat de gemiddelde omvang van de grotere buyout-transacties steeg en zelfs verdubbelde ten opzichte van vijf jaar geleden. De gemiddelde opvang van de buyout-transacties ligt echter nog steeds aanzienlijk lager dan – net voor de financiële crisis – in topjaar 2007. De gemiddelde transactiegrootte ligt nog wel duidelijk onder die van 2007.

Ondertussen is vreemd vermogen voor overnames weer ruim beschikbaar. Wel zijn private equity fondsen nog terughoudend met het gebruik ervan, wat in 2015 leidde tot een lichte daling van de 'leverage' in Europese buyouts.

In 2015 haalden private equity managers wederom veel geld op voor nieuwe fondsen. Wel wordt dit geld bijeengebracht door een kleinere groep managers dan in het verleden. Dit past bij de trend van de afgelopen jaren: voor ervaren private equity managers met een goed track-record is het relatief eenvoudig om geld op te halen, aangezien investeerders een sterke voorkeur hebben voor dergelijke managers. De keerzijde is dat nieuwe managers momenteel zeer veel moeite hebben met het vergaren van kapitaal.

2.3. Kerncijfers

Kerncijfers					
	2015	2014	2013	2012	2011
<i>Overzicht per participatie</i>					
Waardeveranderingen	(0,03)	1,76	0,89	1,37	(0,04)
Opbrengsten	0,85	0,58	0,37	0,33	0,27
Overig resultaat	0,01	0,01	0,01	-	0,01
Totaal bedrijfsopbrengsten	0,83	2,35	1,27	1,70	0,24
Beheerskosten en rentelasten	(0,06)	(0,05)	(0,04)	(0,03)	(0,03)
Nettoresultaat	0,77	2,30	1,23	1,67	0,21
Fondsvermogen (x € 1.000)	86.620	100.787	93.909	99.681	100.744
Aantal uitstaande participaties	4.090.810	4.916.833	5.160.180	5.868.455	6.566.438
Intrinsieke waarde per participatie	21,17	20,50	18,20	16,99	15,34
Rendement (intrinsieke waarde)	3,30%	12,63%	7,14%	10,72%	1,60%
Rendement benchmark	2,83%	11,30%	6,08%	9,04%	1,90%

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

2.4. 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- en underperformance van het fonds ten opzichte van de benchmark zijn 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.

De Van Nierop Maatschappijbelegging behaalde in 2015 een rendement na kosten van 3,30%. Het fonds presteerde hiermee 0,46% beter dan benchmark, die voor 40% bestaat uit de MSCI All Country World Net Index, voor 45% uit de Merrill Lynch Core Eurozone Government Bond Index (customized), voor 5% uit de S&P GSCI Excess Return Index + US\$- overnight rate index, en voor 10% uit alternative investments portefeuille rendement. De outperformance vloeit voort uit het selectiebeleid van individuele aandelen en de landenselectie binnen de obligatieportefeuille.

2015 was een economisch bewogen jaar, met een hoofdrol voor de centrale banken. Maar ook de effecten van de sterk gedaalde grondstofprijzen – en de achterliggende oorzaken – stuurden de financiële markten. Begin 2015 kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) een programma voor kwantitatieve verruiming (QE) aan. Later in het jaar heeft de ECB het programma uitgebreid in een poging de inflatie te laten oplopen. Het economisch herstel in Europa zette door, waarbij met name enkele landen in de periferie erg goed presteerden. Doorgevoerde hervormingen, de lagere wisselkoers en de lage grondstofprijzen ondersteunden het herstel.

Een uitzondering op de positieve ontwikkelingen was Griekenland. De regering verzette zich tegen het Europese steunprogramma, en schreef een referendum uit over het hulppakket. Dit resulteerde in een nee van de bevolking, waardoor het in de zomer even leek alsof Griekenland de eurozone zou verlaten. Desondanks besloot de Griekse regering in de eurozone te blijven en de voorwaarden van de geldschietters te accepteren.

2015 was een goed economisch jaar voor de Verenigde Staten. De werkloosheid daalde verder en de groei bleef robuust. Het hele jaar speculeerden beleggers op een renteverhoging door de Amerikaanse centrale bank (de Fed). De Fed maakte zich echter zorgen over de economie in opkomende landen, en uiteindelijk kwam de renteverhoging pas in december. Door de aanstaande renteverhoging en door de dalende grondstofprijzen kwamen enkele opkomende landen in de problemen. Brazilië gaat bijvoorbeeld door een diepe recessie.

De omstandigheden in China zijn echter het meest bepalend voor de wereldeconomie. China heeft heel veel schulden opgebouwd in de afgelopen jaren. De vraag is of deze houdbaar zijn. Dit jaar bleek dat de economie langzamer groeit dan de afgelopen jaren. Daarnaast besloot de Chinese regering het wisselkoersmechanisme aan te passen. Financiële markten interpreteerden dit als een zeer negatief signaal. Het is namelijk onduidelijk of ze dit doen om een sterke economische teruggang te voorkomen. Daarnaast zal een lagere wisselkoers minder groei en minder inflatie betekenen in de rest van de wereld.

Voor 2016 verwachten we nog steeds dat risicovolle beleggingen een positief rendement behalen. 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. Verder is het monetaire beleid nog steeds ruim, al is de Fed ondertussen begonnen met het normaliseren van de rente.

Voor de langere termijn zijn we minder positief. Veel structurele problemen in Europa en de opkomende landen zijn nog niet opgelost, en ook het krappere monetaire beleid in de Verenigde Staten heeft uiteindelijk een negatieve invloed op risicovolle beleggingen.

Het fonds is als volgt omgegaan met de verschillende risico's:

- Marktrisico: wereldwijde aandelenmarkten hebben invloed op de prijsvorming van de portefeuille, die voor een aanzienlijk deel uit aandelen bestaat.
- Valutarisico: het fonds belegt indirect in buitenlandse aandelen, zodat het een indirect valutarisico loopt.
- Concentratierisico: het fonds belegt in meerdere beleggingscategorieën en gebruikt de gewichten van de benchmarks als richtlijn. De spreiding van het fonds is hierdoor goed.
- Liquiditeitsrisico: het overgrote deel van de portefeuille kan in 1 tot 2 dagen geliquideerd worden, zodat het liquiditeitsrisico beperkt is.
- Renterisico: het fonds belegt een aanzienlijk deel van de portefeuille in obligaties, zodat het een significant renterisico loopt.
- Kasstroomrisico: het managen van kasstromen vormt geen specifiek onderdeel van het portefeuillemanagement.

Risicobeheer

De beheerder is verantwoordelijk voor het monitoren van de financiële risico's van alle fondsen. De beheerder heeft daartoe verschillende risico's geïdentificeerd, waarvan de belangrijkste zijn:

1. Renterisico
2. Valutarisico
3. Aandelenrisico
4. Grondstoffenrisico
5. Inflatierisico
6. Concentratierisico
7. Kredietrisico
8. Tegenpartijrisico
9. Liquiditeitsrisico
10. Hefboomwerking (maatstaf voor mate van toegepaste hefboom).

Per type financieel risico zijn risicomatstaven in de vorm van restricties opgesteld om de risico's te kunnen beheersen. Deze restricties zijn opgenomen in de fondsmandaten waarbij de aard van de restricties afhankelijk is van de strategie van het fonds. Alle restricties worden waar mogelijk dagelijks gemonitord door de beheerder en door Citibank die onafhankelijk opereert als bewaarder. Citibank is als bewaarder aangesteld naar aanleiding van de AIFM richtlijn die beheerders verplicht een onafhankelijk orgaan de monitoring uit te laten voeren.

Naast de restricties monitort de beheerder waarschuwingsslimieten die moeten voorkomen dat restricties worden overschreden. De waarschuwingsslimieten kennen strengere criteria dan de restricties en dienen als waarschuwing, om te voorkomen dat de restricties worden overschreden. Indien overschrijdingen van de restricties zich voordoen wordt dit gelijk met de relevante stakeholders opgenomen waarbij acties worden bepaald om de overschrijdingen zo snel mogelijk op te lossen. Alle overschrijdingen en waarschuwingen worden periodiek gerapporteerd aan alle stakeholders inclusief het management.

Hieronder volgt een beschrijving van de doelstellingen en het beleid van de fondsen op het gebied van risicobeheer inzake het gebruik van financiële instrumenten bij het beheer van risico's. Daarnaast worden de maatregelen gegeven die zijn getroffen ter beheersing van de risico's.

Renterisico

Renterisico ontstaat als gevolg van belangen in vastrentende waarden. Binnen de fondsen wordt renterisico meestal gemeten door de duration. Dit risico wordt gemeten als de afwijking in jaren onder- of overweging ten opzichte van de duration van de benchmark. In deze gevallen wordt renterisico (ten opzichte van een benchmark) vaak gemitigeerd door maandelijkse afdekking via rentederivaten (futures of renteswaps).

Deze maatregel is niet geschikt voor alle fondsen, zoals fondsen die gericht zijn op heel weinig renterisico (bijvoorbeeld geldmarktfondsen) of hoog renterisico fondsen zoals de liability matching fondsen. Voor

geldmarktfondsen is een eenvoudige maatregel om de looptijd van de instrumenten te beperken. Voor liability matching funds, kunnen geavanceerde maatregelen zoals key rate duration matching meer geschikt zijn.

Samenvattend zijn de maatregelen om renterisico te beheersen als volgt:

Maatregel: modified duration (relatief of absoluut)

Maatregel: toegestane looptijden (geldmarkt fondsen)

Maatregel: key rate duration (ten opzichte van de benchmark; liability matching fondsen)

Valutarisico

Om het valutarisico te beperken wordt voor elk fonds bepaald welke valuta zijn toegestaan en of de niet euro valuta's moeten worden afgedekt. De voorgestelde maatregelen voor de beheersing van het valutarisico is het monitoren van de hoeveelheid niet euro exposure of het percentage afgedekt naar de euro.

Maatregel: toegestane set van valuta

Maatregel: afgedekte percentage naar euro of toegestane percentage niet euro

Aandelenrisico

Aandelenrisico is het risico dat één van de investeringen in waarde zal dalen als gevolg van de dynamiek van de beurs. Bovendien is het aandelenrisico afhankelijk van de regio's of sectoren waarin kan worden belegd. De meeste fondsen zijn fondsen die in een bepaalde regio beleggen. Dit betekent dat voor elk specifiek fonds verschillende soorten sectoren zijn toegestaan en beperkingen richten zich op maximale blootstelling in een specifieke regio (zie ook de paragraaf Concentratierisico).

Aandelen investeringen zijn beursgenoteerde aandelen, hedgefondsen en/ of private equity die elk een verschillende soort aandelenrisico genereren. Voor elk fonds zijn deze risico's geadresseerd in het overzicht met type beleggingen waarin het fonds mag handelen. De (operationele) risico's van de handel in beursgenoteerde aandelen wordt gedeeltelijk gemitigeerd door het beperken van de beurzen waar aandelenposities kunnen worden verhandeld. Om het totale aandelenrisico te meten wordt daarnaast een tracking error ten opzichte van de gekozen benchmark of bèta restrictie (het risico ten opzichte van de markt te meten) opgenomen.

Maatregel: maximale tracking error of bèta blootstelling

Grondstoffenrisico

Grondstoffenrisico is het risico dat voortvloeit uit de handel in financiële instrumenten waarbij de waarde is gebaseerd op de waarde van een fysiek materiaal. Tot commodities behoren agrarische producten (bijvoorbeeld katoen, jus d'orange en granen), energie-producten (bijvoorbeeld olie, aardgas en kolen), minerale producten (goud, koper, etc.) en andere producten, zoals elektrische energie, enzovoort.

Naast het algemene marktrisico van het veranderen van de prijzen van de financiële instrumenten die worden gebruikt, vloeit het belangrijkste grondstoffenrisico voort uit de aard van de grondstoffen die zijn toegestaan in het fonds. De maatregel is het bedrag van de blootstelling per soort grondstof. De operationele risico's die inherent zijn aan bepaalde aan grondstoffen gerelateerde financiële instrumenten is het risico van fysieke levering. Dit risico wordt gemitigeerd door het niet toestaan van het aanhouden van posities tot een bepaald aantal dagen vóór de settlement en/of door het toestaan van bepaalde type instrumenten.

Maatregel: toegestane type commodity's (of uitsluiting lijst)

Maatregel: toegestane weging (of afwijking in de blootstelling van de benchmark) per type commodity

Inflatierisico

Inflatierisico ontstaat als gevolg van veranderingen in het inflatieniveau van een land. Dit heeft een effect op allerlei instrumenten, vooral instrumenten met vaste coupons. Dit risico wordt reeds meegenomen in andere risico's die hierboven worden genoemd zoals renterisico of algemeen marktrisico en zal dus geen specifieke aanvullende maatregelen vereisen.

Hoewel het inflatierisico door het bovengenoemde instrumentarium grotendeels wordt gemitigeerd, resulteert nog een extra risico dat wordt beschouwd als inflatierisico. Dit is het marktrisico van wijzigingen in de reële rente over het inflatiepercentage. Dit risico is alleen aanwezig in een fonds waar de inflatie-gerelateerde producten zijn toegestaan.

Maatregel: toegestane instrumenten

Maatregel: of maximale blootstelling van de inflatie-gerelateerde producten, of maximale inflatie delta

Concentratierisico

Concentratierisico is het risico van blootstelling aan idiosyncratisch risico. Dit is het risico dat een individueel geval het risico van een heel fonds kan beïnvloeden. Het wordt meestal gemanaged door asset allocatie. De concentraties in de fondsen worden gemeten vanuit drie verschillende invalshoeken: concentratie per uitgevende instelling, concentratie per land en concentratie per sector:

- concentratie per uitgevende instelling wordt gemeten door de allocatie. Concentratie per uitgevende instelling wordt gemanaged door het opleggen van de absolute beperkingen per uitgever, waarbij een uitgevende instelling wordt beschouwd als één securitisatie bestaande uit meerdere obligaties. Restricties per uitgevende instelling kunnen afwijken per rating, land, type enzovoort.
- concentratie per land wordt bepaald door de weging in een bepaald land. Landen worden gedefinieerd als het land waar het risico van de belegging ligt. Voor sommige fondsen worden niet landen maar de regio's (Core-Eurozone, Noord-Amerika, Azië, enzovoort) gebruikt. Regio's moeten worden gedefinieerd als een reeks van landen.
- concentratie per sector wordt gemeten door de weging van een bepaalde sector.

De beperkingen op de drie invalshoeken van concentratierisico kunnen worden gedefinieerd in absolute of relatieve zin ten opzichte van de benchmark.

Maatregel: maximale exposure per sector/ naam/ land op basis van absolute of relatieve (netto) blootstelling.

Kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat een kredietnemer niet aan haar verplichtingen kan voldoen zoals vastgelegd in de voorwaarden. Dit risico kan leiden tot verlies van de hoofdsom of een aanzienlijke verruiming van de spreads bij handelen in de markt. De meest gebruikte maatstaf voor dit risico is rating. Dit kan een interne Aegon rating of benchmark specifieke rating zijn. Andere maatstaven zoals de credit spread of de op basis van het kredietrisico en de optietheorie geschatte frequenties van wanbetaling worden beschouwd, maar zullen alleen worden gebruikt in stress testen of scenario testen.

Kredietrisico wordt gemanaged door het opleggen van absolute beperkingen gebaseerd op rating of relatieve blootstelling ten opzichte van de benchmark.

De bovengenoemde restricties worden gecontroleerd op basis van de toegewezen rating per aankoop of de huidige datum. Een potentiële inbreuk als gevolg van een aanpassing van de rating van een bepaald instrument, of als gevolg van de ontwikkelingen op de marktwarde zal niet direct leiden tot een mandaat overschrijding. Het mandaat moet bepalen hoeveel tijd is toegestaan om deze blootstelling te verkopen van het fonds als er beperkingen gelden voor het fonds. Daarnaast zal in een dergelijk geval een beperking worden opgelegd voor bijkomende aankopen van de bepaalde rating classificatie.

Maatregel: maximale exposure per rating gebaseerd op absolute of relatieve exposure (met mogelijkheid voor tijdelijke uitbreiding van de maximale exposure te wijten aan downgrades).

Tegenpartijrisico

Tegenpartijrisico is het risico dat een tegenpartij in een (OTC) derivatentransactie niet aan zijn contractuele verplichtingen kan voldoen. Dit risico is aanwezig bij fondsen waar in OTC-derivaten gehandeld mag worden. Een eerste risico maatstaf is het risico op wanbetaling van de tegenpartij, gemeten door de rating van de tegenpartij. Bovendien hebben al onze OTC-derivaten dagelijkse uitwisseling van onderpand en daarmee wordt het tegenpartijrisico grotendeels gemitigeerd. Alleen voor zeer leveraged fondsen met OTC-posities, kunnen de resterende risico's nog steeds materieel zijn. In die gevallen kan het gevaar ontstaan dat als een tegenpartij in gebreke blijft, de derivaten positie moet worden vervangen. Hiervoor monitoren wij de maximale exposure per tegenpartij en is er een eis gesteld ten aanzien van de minimale rating van de OTC tegenpartij.

Handhaving van strenge wettelijke regelingen, met behulp van ISDA (International Swaps and Derivatives Association) contracten en CSA's (Credit Support Annex) vermindert de operationele risico's die betrokken zijn bij de uitwisseling van zekerheden en afwikkeling.

Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat het fonds niet in staat is om een positie snel genoeg te verhandelen tegen een redelijke prijs. Het risico is gerelateerd aan de omvang van het fonds en de individuele posities in vergelijking met de omvang en de verhandelbaarheid van de activa in de portefeuille.

De beheerder heeft een passend liquiditeitsbeheer systeem welke procedures omvat om het liquiditeitsrisico van elk fonds te controleren en om er voor te zorgen dat de liquiditeit van het fonds in lijn ligt met de onderliggende verplichtingen.

Het liquiditeit management systeem:

A. houdt een niveau van liquiditeit in een fonds passend bij de onderliggende verplichtingen, die wordt gebaseerd op een beoordeling van de relatieve liquiditeit van de onderliggende activa in de markt, rekening houdend met de tijd die nodig is voor de liquidatie van de activa en de waarde waartegen de activa kunnen worden geliquideerd;

B. monitort het liquiditeitsprofiel van de portefeuille van het fonds. Hierbij wordt rekening gehouden met de mogelijke marginale bijdrage van de afzonderlijke activa die een materieel effect kan hebben op de liquiditeit, evenals de materiële schulden en verplichtingen die het fonds kan hebben in relatie tot de onderliggende verplichtingen. Voor deze doeleinden houdt de beheerder rekening met het profiel van de investeerdersbasis, met inbegrip van de aard van de beleggers, de relatieve omvang van de investeringen en de uittredingsvoorwaarden;

C. bewaakt, waar het fonds belegt in extern beheerde fondsen (fund-of-fund structuur) of wordt beheerd door een externe vermogensbeheerder, de door de beheerders van de andere fondsen vastgestelde aanpak met betrekking tot het liquiditeitsbeheer. Dit omvat het uitvoeren van periodieke evaluaties om wijzigingen in de uittredingsvoorzieningen van deze onderliggende fondsen te monitoren;

D. implementeert procedures om de kwantitatieve en kwalitatieve risico's van posities en van de voorgenomen investeringen die een materieel effect hebben op de liquiditeit van de portefeuille van het fonds te kunnen beoordelen;

E. implementeert de instrumenten en regelingen die nodig zijn om het liquiditeitsrisico van elk fonds te beheren. De eerlijke behandeling van alle deelnemers met betrekking tot elk fonds moet worden beschouwd.

Hefboomwerking

Hefboomwerking wordt uitgedrukt als de verhouding tussen de exposure van het fonds en de intrinsieke waarde van het fonds. De hefboom in de fondsen wordt berekend op twee verschillende manieren: de bruto en de verplichtingen methode. Beide methoden zijn voorgeschreven door de AIFMD.

De bruto methode:

- sluit uit van de berekening de waarde van de liquide middelen en de zeer liquide beleggingen in euro van het fonds die onmiddellijk kunnen worden omgezet in een bedrag in contanten, onder voorbehoud van een onbeduidend risico van wijzigingen in waarde en die zorgen voor een rendement van niet meer dan die van drie maanden hoogwaardige staatsobligaties;
- zet derivatenposities (met behulp van bepaalde specifieke conversie methodes) om in de gelijkwaardige positie van de onderliggende activa;
- sluit uit van de berekening contante leningen die noteren in contanten of gelijkwaardig en waar het bedrag dat is verschuldigd bekend is;
- omvat exposure als gevolg van de herbelegging van leningen in contanten, uitgedrukt als het hoogste van de marktwaarde van de belegging of het totale bedrag van de contanten die zijn geleend; en
- omvat posities van repo of omgekeerde repo-transacties en regelingen zoals het lenen en uitlenen van stukken.

De verplichtingen methode:

- zet derivatenposities (met behulp van bepaalde specifieke conversie methodes) om in de gelijkwaardige positie van de onderliggende activa, mits aan bepaalde voorwaarden wordt voldaan;
- houdt rekening met verrekening en hedging regelingen (opnieuw, onder bepaalde voorwaarden);
- berekent de exposure gecreëerd door de herbelegging van leningen, indien de herinvestering de exposure van het fonds verhoogt; en
- sluit uit van de berekening afgeleide instrumenten gebruikt voor valuta-indekking.

Elk fonds heeft hefboomrestricties die worden gecontroleerd als andere beleggingsrestricties. In het geval van investeringen in fondsen van derden wordt de hefboom in de door derde beheerde fondsen niet opgenomen in de hefboomberekeningen van de fund of fund structuur.

Risico limieten controle

De risico limieten controle is bedoeld om ervoor te zorgen dat het risicoprofiel van de fondsen effectief kan worden gecontroleerd. De Autoriteit Financiële Markten (AFM) krijgt een melding als er een gebrek aan samenhang bestaat tussen het risicoprofiel van het fonds en de risico limieten of wanneer er een wezenlijk risico bestaat dat een dergelijke inconsistentie zal optreden. De samenhang tussen de risico limieten en het risicoprofiel wordt ten minste jaarlijks gecontroleerd.

Per type financieel risico worden maatregelen gedefinieerd om deze risico's te beheersen. De meest geschikte maatregelen kunnen afwijken per fonds, op basis van de strategie van het fonds. Voor de geselecteerde maatregelen per fonds worden passende risico limieten ingesteld, die vervolgens worden gecontroleerd. Hiermee wordt gewaarborgd dat de fondsen handelen binnen de gestelde mandaten.

Om te zorgen voor een efficiënt en effectief risicomanagement proces, voldoen de maatregelen en de daaruit voortvloeiende risico limieten aan de volgende principes:

1. Gekwantificeerde limieten zijn meetbaar.
2. Restricties of limieten hebben duidelijke definities.
3. Maatregelen worden zodanig gekozen dat de metingen en monitoring kan worden geautomatiseerd.
4. Meervoudige restricties met een vergelijkbaar doel worden vermeden, behalve wanneer er een legitieme reden is.
5. Elk fonds heeft limieten voor alle geïdentificeerde risico's.
6. Restricties zijn ontworpen om de complexiteit te beperken, dus een restrictie per type risico in plaats van het combineren van verschillende soorten risico's tot een restrictie.

De risico limieten van de fondsen worden in principe dagelijks gecontroleerd. De controle bestaat uit de berekening van de controle waarden voor elk van de fondsen, vergelijking met de interne en externe risico limieten en escalatie van de overschrijdingen binnen de organisatie.

Interne grenzen worden ingesteld als waarschuwinglimieten om te voorkomen dat de externe grenzen worden geschonden of als verdere beperking op grond van andere overwegingen (bijvoorbeeld uitsluitingenlijst op basis van maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid of liquiditeitsbeheer).

De berekening voor de meeste van de limieten is uitbesteed aan Citibank. Als custodian en fondsadministrateur heeft Citibank volledig inzicht in de fondsen, waarvoor Citibank de naleving van de limieten controleert en relevante berekeningen uitvoert binnen hun systemen. De beheerder ontvangt berichten van de waarschuwingen (schendingen van de interne grenzen) en inbreuken (schendingen van de externe grenzen) met alle van toepassing zijnde gegevens en controles voor de validatie. Sommige van de limieten worden door de beheerder gecontroleerd en worden gerapporteerd in een overzicht van waarschuwingen en overschrijdingen.

Deze waarschuwingen en overschrijdingen worden geanalyseerd en verschillende processen worden gevolgd afhankelijk van de materialiteit van de overtreding. Immateriële interne inbreuken worden meestal opgelost binnen een paar dagen en alleen gemeld aan de portfolio manager als deze langer blijven uitstaan. Materiële interne overtredingen worden gerapporteerd aan de portefeuillemanager om de inbreuk te valideren en de oplossing te controleren. Problemen met een hoog risico worden onmiddellijk gemeld aan de CIO. Op weekbasis worden alle uitstaande materiële interne en externe overschrijdingen intern gemeld aan onder andere het management. Op maandelijkse basis wordt het ingestelde Risk Control Committee geïnformeerd over alle gemelde waarschuwingen en overschrijdingen met inbegrip van de status of de oplossing daarvan.

Operationeel risicobeheer

De beheerder heeft de volgende definitie van operationeel risico vastgesteld: "Het risico van verlies als gevolg van tekortschietende of falende interne processen, mensen en systemen of van externe gebeurtenissen". De beheerder heeft een samenhangend kader ingericht voor de definitie en de indeling van de risico's en de organisatie van de risicobeheer activiteiten.

Het operationeel risicomanagementbeleid omvat de strategie en de doelstellingen voor het operationeel risicobeheer en de processen die de beheerder heeft ingericht om de doelstellingen te bereiken. De doelstellingen voor het operationeel risicobeheer (ORM) zijn:

- alle belangrijke operationele risico's worden geïdentificeerd, gemeten, geëvalueerd, geprioriteerd, beheerd, gecontroleerd en behandeld op een consistente en effectieve manier in de hele organisatie;
- passende en betrouwbare instrumenten voor risicobeheer (inclusief de belangrijkste risico-indicatoren, database met risk events, risk & control self-assessments, monitoring beoordelingen, en stress en scenariotests) worden ingezet ter ondersteuning voor management rapportage, besluitvorming en beoordeling van benodigd (reserve)kapitaal;
- alle bestuurders, het management en het personeel zijn verantwoordelijk voor het beheren van operationele risico's in lijn met de rollen en verantwoordelijkheden; en
- de belangrijkste belanghebbenden ontvangen tijdige en betrouwbare bevestiging dat de organisatie de belangrijke operationele risico's voor haar activiteiten beheert.

Risicobewaking

Het doel van de operationele risicobewaking is het beschermen van het belegd vermogen van de klanten van de fondsbeheerder, ervoor zorgen dat klanten eerlijk worden behandeld en ervoor te zorgen dat de beheerder voldoet aan de wettelijke verplichtingen. Onder risicobewaking valt ook het geven van feedback aan het bedrijf op de effectiviteit van hun operationele beheersmaatregelen en het afzetten van het huidige operationele risico profiel tegen de vastgestelde risico tolerantie. Een belangrijk onderdeel is het testen van interne beheersmaatregelen om een onafhankelijke beoordeling van de geschiktheid van ontwerp en de operationele effectiviteit van de belangrijkste operationele beheersmaatregelen die door het management zijn ingesteld. De uitkomst hiervan wordt onafhankelijk beoordeeld door een externe accountant en vastgelegd in een ISAE 3402 verklaring. Verder wordt toegezien op naleving van het beleid van de beheerder en Aegon Groep en eventuele tekortkomingen worden gerapporteerd aan het verantwoordelijke management.

Continuïteit management

Het doel van het continuïteit management van de beheerder is om de continuïteit van haar activiteiten te verzekeren, het vestigen van vertrouwen, het beschermen van de activa en toevertrouwde middelen, kunnen voldoen aan verplichtingen, voldoen aan interne en externe regelgeving en het voorkomen of mitigeren van schade en risico. De beheerder heeft maatregelen genomen om het risico op een verstoring van de continuïteit zoveel mogelijk te beperken tot een aanvaardbaar niveau. Dit zal ervoor zorgen dat de beheerder een prudent operationeel risicoprofiel handhaaft zowel onder normale zakelijke omstandigheden als onder extreme omstandigheden als gevolg van onvoorziene gebeurtenissen.

Het doel van continuïteit management is om risico's te identificeren en te beheren tot een aanvaardbaar niveau. Een aanvaardbaar niveau van risico wordt bepaald door het vinden van een evenwicht tussen de kosten van de maatregelen voor het mitigeren van risico's en de waarde van de activa van de beheerder. De verantwoordelijkheid voor het goed inrichten van continuïteit management is belegd als onderdeel van het primaire proces. Het is de verantwoordelijkheid van Operational Risk Management om er onafhankelijk op toe te zien dat deze verantwoordelijkheid op een juiste manier wordt ingevuld en uitgevoerd.

2.5. Wet – en regelgeving

Het fonds valt onder de groepsvrijstelling zoals benoemd in de Alternative Investment Fund Managers Directive.

Het jaarverslag wordt opgesteld op basis van Titel 9, Boek 2, Burgerlijk Wetboek en de bepalingen in de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving.

2.6. Fund Governance

De DUFAS Fund Governance Principes 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 (Toezichhoudend 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 te downloaden.

2.7. 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 Nederlandse Corporate Governance Code en bij de best-practices en aanbevelingen van het Nederlandse corporate governance platform Eumedion.

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. Voor alle Nederlandse belangen worden de financiële instrumenten, indien uitgeleend, teruggehaald zodat we wel van ons stemrecht gebruik kunnen maken. Voor de niet-Nederlandse belangen geldt dat 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 aandeelhoudersvergadering.

Op de door de beheerder beheerde beleggingen is tevens het door Aegon vastgestelde Beleid Verantwoord Beleggen van toepassing. De beheerder geeft op verschillende manieren uitvoering aan dit beleid.

Op het beleggingsuniversum wordt een uitsluitingenlijst toegepast. Op de uitsluitingenlijst staan ondernemingen en staten 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 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. Engagement maakt, samen met het uitoefenen van stemrecht, het inbrengen van een aandeelhoudersvoorstel, en het procederen tegen een onderneming, onderdeel uit van wat we actief (aandeel)houderschap (active ownership) noemen. Dit is een belangrijk onderdeel binnen Verantwoord Beleggen waardoor er ook bij het uitoefenen van stemrecht, waar mogelijk, gestemd wordt 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 Responsible Investment Report.

Tot slot zullen de portefeuillemanagers, indien mogelijk, actief rekening houden met materiële milieu-, sociale-, en governance factoren bij het selecteren van investeringen. Daartoe hebben ook onze analisten deze factoren meegenomen en gewogen in hun analyse. 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) 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 te downloaden.

2.8. Algemene vooruitzichten

Aandelen

Europa

De waarderingen van aandelen liggen gemiddeld op een niveau dat vergelijkbaar is met voor de financiële crisis. Aandelen zijn daarmee weliswaar niet 'goedkoop', maar gezien de winstvooruitzichten en markttrentes nog wel steeds redelijk geprijsd. Voor Europa is een aantal van de recente ontwikkelingen in eerste instantie gunstig. Lagere grondstofprijzen, vooral die van olie, betekenen een positieve impuls voor de koopkracht. De rente is laag en daarnaast is de verzwakking van de euro ten opzichte van de dollar een duwtje in de rug. Daartegenover staat dat de lagere grondstofprijzen de winst van olieproducenten en mijnbouwbedrijven sterk onder druk zetten, waardoor zij hun investeringen terugschroeven. Ook de toeleveranciers van deze sectoren lijden daar onder.

Ook dit jaar zullen de ogen van veel beleggers gericht zijn op de ontwikkelingen in China. Voor het land worden niet meer de hoge groeicijfers uit het verleden verwacht, maar met zo'n 6% verwachte groei zal China nog steeds beter presteren dan veel geïndustrialiseerde landen. Geopolitieke risico's waar beleggers rekening mee moeten houden zijn onder andere de conflicten in het Midden-Oosten en coalitieonderhandelingen in Spanje die economische hervormingen kunnen vertragen of ongedaan kunnen maken. Daarnaast beslist het Verenigd Koninkrijk per referendum over zijn toekomst in de Europese Unie.

Noord-Amerika

Het vooruitzicht voor Noord-Amerikaanse aandelen is neutraal. De waarderingen en winstmarges zijn aan de hoge kant, maar dit geeft op korte termijn geen reden tot zorg nu de economie sterke cijfers laat zien. De Amerikaanse centrale bank (de Fed) heeft aangegeven de rente ook komend jaar te verhogen. Dit kan het opwaarts potentieel sterk beperken.

Azië inclusief opkomend Azië

De financiële markten zijn in toenemende mate onzeker over de wereldwijde macro-economische ontwikkelingen. Aan de ene kant moet het besluit tot renteverhoging door de Fed vertrouwen geven dat de Amerikaanse economie sterk genoeg is deze te kunnen weerstaan. Aan de andere kant geven industriële productie, wereldhandel cijfers, grondstofprijzen en vertrouwensindicatoren van het bedrijfsleven het tegenovergestelde signaal, waarbij afzwakkende economische groei en deflationaire krachten de overhand hebben. De verwachting is dat het huidige, gematigde groeiprofiel van de wereldeconomie voorlopig aanhoudt, zowel voor ontwikkelde markten als de meeste grote opkomende landen zoals China, Brazilië, Turkije en Rusland. Dalende grondstofprijzen in combinatie met zwakke groei zorgt wereldwijd voor lage(re) inflatie en rentestanden. Overheden en centrale bankiers hebben verschillende maatregelen doorgevoerd om de economie in de regio te stimuleren, vooralsnog met weinig succes. Zolang deze stimuleringsmaatregelen niet leiden tot een aanzienlijke groeiversnelling, is de verwachting dat aandelenmarkten in een zij- tot neerwaarts consolidatiepatroon blijven handelen.

Het belangrijkste risico voor de Aziatische aandelenmarkten is de verdere appreciatie van de Amerikaanse dollar, waardoor liquiditeit in de regio afneemt. Hierdoor komen balansen van banken verder onder druk te staan en kunnen veel bedrijven steeds moeilijker aan hun verplichtingen voldoen. Het aantal slechte leningen bij banken neemt dan toe. Een ander groot risico is verdere afzwakking van de Chinese groei, waardoor de gehele regio in een recessie terecht kan komen. Tenslotte vormen de toegenomen geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten en in de Aziatische regio een bedreiging voor economische groei en de financiële markten.

Japan

Op de financiële markten is de nervositeit toegenomen over de staat van de wereldeconomie. De Amerikaanse groei was robuust en stabiel genoeg voor de Fed om de rente in december met 0,25% te verhogen. De consensusverwachting is dat er in 2016 nog een aantal renteverhogingen volgen, waardoor de Amerikaanse dollar verder kan appreciëren. Dit heeft een negatief effect op opkomende markten zoals China – een zeer belangrijke exportbestemming voor Japanse bedrijven. Onder beleggers neemt risico-aversie toe, waardoor recent ook de Japanse yen is geapprecieerd tegenover de meeste andere valuta. Dit zet de export en winstgevendheid van Japanse bedrijven onder druk. Op de korte termijn lijkt deze onzekerheid aan te houden en daarom is een defensieve positionering in Japanse aandelen wenselijk.

Op de lange termijn blijven de fundamentele vooruitzichten van de Japanse aandelenmarkt echter nog steeds gunstig. Na jarenlange underperformance ten opzichte van andere aandelenmarkten, lijkt het tij gekeerd. De Japanse beurs is van alle ontwikkelde landen de best presterende en onze verwachting is dat dit verder doorzet. Japanse aandelen zijn aantrekkelijk gewaardeerd en handelen tegen een kleine premie over boekwaarde. Tevens zijn de winststrevings nog positief, dit in tegenstelling tot neerwaartse winststrevings in veel andere landen. En tenslotte begint een van de speerpunten van Abenomics nu zijn vruchten af te werpen, namelijk het verbeteren van de ‘corporate governance’. Japanse bedrijven besteden nu al zichtbaar meer aandacht aan dividenden, balansbeheer en communicatie met aandeelhouders.

Hierdoor hebben Japanse aandelen naar onze mening nog voldoende opwaarts koerspotentieel. De belangrijkste kortetermijnrisico's voor Japanse aandelen zijn afzwakkende wereldwijde groei en de toegenomen geopolitieke spanningen in het Midden-Oosten, en in de Aziatische regio waarbij de belangrijkste handelspartner China in een aantal conflicten is verwickeld in de Zuid-Chinese zee.

Latijns-Amerika

De vooruitzichten voor de aandelenmarkten in Latijns-Amerika zijn gemengd. Het patroon van een dalende economische groei, dalende grondstofprijzen en een verkrappend monetair beleid in Amerika, zal naar onze verwachting in 2016 aanhouden. Dit zal voor deze regio negatieve gevolgen hebben. Aan de andere kant zijn de waarderingen erg aantrekkelijk. Wanneer de grondstofprijzen stabiliseren kunnen zich interessante kansen voordoen. Verder zijn politieke ontwikkelingen in landen als Brazilië van groot belang op de lokale beurzen. Wanneer het vertrouwen terugkeert in president Dilma Rousseff kan dit een positief effect hebben op de Braziliaanse Bovespa.

Vastrentende waarden

Staatsobligaties en geldmarkt

De economische groei en de inflatie in de eurozone blijven in onze verwachting nog lang laag. Dit betekent dat macro-economische factoren slechts een beperkte opwaartse druk op de rente hebben, ondanks de huidige lage renteniveaus.

In 2015 was sprake van een gematigd groeiherstel in de eurozone. De binnenlandse vraag nam toe door een behoorlijk herstel in de Europese periferie en de doorzettende groei van Duitsland, de motor van de Europese economie. Positief is ook dat de Griekse kwestie medio 2015 – na flinke onzekerheid en de verkiezingsoverwinning van de anti-Europese partij van Tsipras – tenminste tijdelijk is geparkeerd. De buitenlandse vraag kwam echter onder druk te staan door groei problemen in vooral landen als China, Brazilië en Rusland. Het herstel in de Verenigde Staten was onvoldoende om dit te compenseren. De Europese groei blijft hierdoor net boven de trendgroei steken.

Deze beperkte extra groei in Europa is onvoldoende om de bestaande output gap snel te dichten. De inflatie blijft hierdoor laag. De output gap is bijvoorbeeld zichtbaar in de werkloosheidscijfers: de werkloosheid verbeterde de afgelopen jaren aanzienlijk, maar bevindt zich nog steeds een behoorlijk stuk boven het evenwichtsniveau vanaf waar (loon)inflatie gaat ontstaan. De inflatieverwachting staat bovendien onder druk door de lage en verder dalende olieprijs. De inflatie zal waarschijnlijk gaan oplopen door basiseffecten voortkomend uit de scherpe daling van de olieprijs in 2015. Maar zelfs dan zal de inflatie niet in de buurt komen van het inflatiedoel van de Europese Centrale Bank (ECB). Daarnaast blijft de kerninflatie rond de 1,0% hangen.

De ECB heeft vanwege deze groei- en inflatieontwikkelingen begin december 2015 aangekondigd de periode waarin staatsobligaties opgekocht worden te verlengen en de deposito rente weer te verlagen tot -0,30%. De officiële rente bleef voorlopig wel ongewijzigd op 0,05%. Bij aanhoudend lage inflatie verwachten wij aanvullende maatregelen van de ECB.

Vanuit monetair beleid voorzien wij een aanhoudende neerwaartse druk op de rente. Andere redenen voor een blijvend lage rente zijn regelgeving en de vereisten voor onderpand voor derivaten die beiden de vraag naar staatsobligaties stimuleren.

Het kan zijn dat de rente op korte termijn een licht herstel laat zien. De rente is door een overreactie op verschillende recente ontwikkelingen mogelijk te ver gedaald. Voorbeelden van die ontwikkelingen zijn groeiproblemen in sommige regio's, de dalende olieprijs, de dalende inflatie(verwachtingen), spanningen in het Midden-Oosten en de vluchtelingenproblematiek. Wij verwachten echter op basis van eerder genoemde ontwikkelingen dat het herstel in beperkte mate optreedt en de rente zeer laag blijft.

Grondstoffen

Onze verwachtingen voor grondstoffen zijn neutraal. De wereldwijde economische groei lijkt wat aan te trekken. De bezettingsgraden zijn echter nog laag. De grondstoffenmarkt heeft te maken met overaanbod en hoge voorraden. Daarnaast hebben vooral de industriële metalen last van een groeivertraging in China. Aan de andere kant nemen de investeringen snel af, waardoor de toekomstige productiecapaciteit ook sterk afneemt. Eventuele oplopende spanningen in het Midden-Oosten of andere geopolitieke spanningen kunnen dan zorgen voor plotselinge prijsstijgingen. Daarnaast kan een versnelling van de economische groei een opwaarts effect hebben op vooral metaal- en energieprijzen. De risico's blijven vooralsnog groot.

Hedge Funds

Onze verwachting voor de ontwikkelde economieën staat in het teken van een beperkte economische groei, die de komende jaren vermoedelijk verder afzwakt. Zo ligt de groei in China nu nog op een hoog niveau, maar gaat die naar verwachting afnemen.

In deze situatie van beperkte groei zijn ook de beleggingsrendementen laag. Hier komt bij dat hedgefondsen veelal beleggen in categorieën die relatief duur zijn geworden, zoals aandelen en obligaties. Al met al is het opwaarts potentieel beperkt en verwachten we voor 2016 geen hoge rendementen. Wel verwachten we dat hedgefondsen bij een eventuele sterke correctie van de financiële markten minder in waarde dalen dan traditionele beleggingscategorieën. Hedgefondsen zijn immers minder gevoelig voor marktbevingen en bieden daarmee wat bescherming aan de beleggingsportefeuille.

De sterke invloed van centrale banken op de financiële markten is een complicerende factor, die de waardeontwikkeling van beleggingscategorieën minder voorspelbaar maakt. De combinatie van lage voorspelbaarheid en hoge volatiliteit is doorgaans relatief gunstig voor flexibele managers met een korte beleggingshorizon, zoals managed futures. Daarnaast verwachten we dat managers die zich richten op het inschatten van bepaalde macro-factoren, zoals global macro managers, het ook relatief goed doen in 2016.

Private Equity

Na de crisis nam vooral de activiteit van grote buyout-managers sterk af. De voorkeur ging uit naar transacties in het midden- en kleine segment. Ook werden de transacties meer met eigen vermogen gefinancierd. De afgelopen vier jaar nam het volume van grote buyout-transacties echter weer wat toe. Opvallend is dat de gemiddelde omvang van de grotere buyout-transacties steeg en zelfs verdubbelde ten opzichte van vijf jaar geleden. De gemiddelde omvang van de buyout-transacties ligt echter nog steeds aanzienlijk lager dan – net voor de financiële crisis – in topjaar 2007. We verwachten dat het aantal transacties en de omvang per transactie in het huidige gunstige investeringsklimaat verder toenemen.

In 2015 haalden private equity managers wederom veel geld op voor nieuwe fondsen. Wel wordt dit geld bijeengebracht door een kleinere groep managers dan in het verleden. Dit past bij de trend van de afgelopen jaren: voor ervaren private equity managers met een goed track-record is het relatief eenvoudig om geld op te halen, aangezien investeerders een sterke voorkeur hebben voor dergelijke managers. De keerzijde is dat nieuwe managers momenteel zeer veel moeite hebben met het vergaren van kapitaal. We verwachten dat deze situatie op korte termijn niet verandert. Wel kan de hoeveelheid nog te investeren kapitaal – ‘dry powder’ – verder toenemen als er in verhouding tot het aantal investeringskansen te veel geld wordt opgehaald.

Den Haag, 16 maart 2016

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

3 Jaarrekening 2015 Van Nierop Maatschappijbelegging

3.1. Balans per 31 december

Balans			
(Voor resultaatbestemming)			
(bedragen x € 1.000)	Referentie	2015	2014
Activa			
Beleggingen			
Beleggingsfondsen		86.627	100.789
Totaal beleggingen	3.4.2	86.627	100.789
Vorderingen			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties		1.653	-
Vorderingen uit hoofde van uitgifte participaties		-	3.492
Totaal vorderingen		1.653	3.492
Overige activa			
Liquide middelen	3.4.4	-	1
Totaal overige activa		-	1
Totaal activa		88.280	104.282
Passiva			
Fondsvermogen			
Vermogen participanten		83.151	89.403
Resultaat boekjaar		3.469	11.384
Totaal fondsvermogen	3.4.5	86.620	100.787
Beleggingen			
Opgenomen callgelden		-	74
Totaal beleggingen	3.4.2	-	74
Kortlopende schulden			
Schulden uit hoofde van effectentransacties		410	3.415
Schulden aan kredietinstellingen	3.4.6	7	-
Schulden uit hoofde van inkoop participaties		1.238	-
Overige schulden	3.4.7	5	6
Totaal kortlopende schulden		1.660	3.421
Totaal passiva		88.280	104.282

3.2. Winst-en-verliesrekening

Winst-en-verliesrekening				
(bedragen x € 1.000)		Referentie	2015	2014
Beleggingsresultaat				
Dividend aandelen			3.799	2.857
Totaal direct resultaat			3.799	2.857
Waardeveranderingen van beleggingen	3.4.9		(113)	8.751
Totaal beleggingsresultaat			3.686	11.608
Overig resultaat				
Op- en afslagvergoeding	3.4.10		38	27
Totaal overig resultaat			38	27
Bedrijfslasten				
Beheerkosten	3.4.11		(255)	(251)
Totaal bedrijfslasten			(255)	(251)
Netto resultaat			3.469	11.384

3.3. Kasstroomoverzicht

Kasstroomoverzicht				
(bedragen x € 1.000)			2015	2014
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten				
Aankopen van beleggingen			(12.428)	(6.543)
Verkopen van beleggingen			21.819	13.243
Ontvangen dividend			3.799	2.857
Opnames en uitzettingen callgeld			(74)	(13)
Betaalde beheervergoeding			(253)	(264)
Betaalde service fee			(3)	(3)
Netto kasstroom uit beleggingsactiviteiten			12.860	9.277
Kasstroom uit financieringsactiviteiten				
Inkoop van participaties			(16.479)	(104.678)
Uitgifte van participaties			3.573	95.374
Ontvangen op- en afslagvergoeding			38	27
Netto kasstroom uit financieringsactiviteiten			(12.868)	(9.277)
Netto kasstroom			(8)	-
Liquiditeiten beginstand boekjaar			1	1
Liquiditeiten eindstand boekjaar			(7)	1

3.4. Toelichting op de balans en de winst-en-verliesrekening

3.4.1 Grondslagen van waardering en resultaatbepaling en de berekeningsmethodiek van ratio's

Algemeen

De jaarrekening van het fonds is opgesteld in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek. 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 het fonds 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.

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. 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.

Toelichting bepaling reële waarde beleggingen onderliggende beleggingen in de Aegon beleggingsfondsen

Beleggingen die zijn genoteerd aan een effectenbeurs worden gewaardeerd tegen de meest recente slotkoers, of, bij gebreke daaraan, 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.

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 waarderen 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 markttrente.

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.

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 uittredingskoers 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.

3.4.2 Beleggingen

Mutatieoverzicht beleggingen		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
<i>Beleggingsfondsen</i>		
Beginstand boekjaar	100.789	93.933
Aankopen	9.423	9.957
Verkopen	(23.472)	(11.852)
Waardeveranderingen	(113)	8.751
Eindstand boekjaar	86.627	100.789
<i>Callgelden</i>		
Beginstand boekjaar	(74)	(87)
Saldo opgenomen/uitgezette callgelden	74	13
Eindstand boekjaar	-	(74)
Ongerealiseerde herwaardering beleggingen		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Beleggingsfondsen	17.833	24.580
Eindstand boekjaar	17.833	24.580

3.4.3 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.

Portefeuilleoverzicht				
(bedragen x € 1.000)	2015		2014	
Belegging	Bedrag	% van de NAV	Bedrag	% van de NAV
AEGON Core Eurozone Government Bond Fund	38.400	44,4	44.974	44,6
AEGON World Equity Fund	34.157	39,4	40.277	40,0
AEGON Private Equity Pool	4.977	5,7	5.324	5,3
AEGON Global Commodity Fund	4.390	5,1	4.938	4,9
AEGON Absolute Return Pool (EUR)	4.272	4,9	4.772	4,7
AEGON Global TAA+ Fund	431	0,5	504	0,5
Callgelden	-	-	(74)	(0,1)
Totaal per 31 december	86.627	100,0	100.715	99,9

Renterisico

Het fonds belegt via de onderliggende beleggingsfondsen indirect in vastrentende financiële instrumenten 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 via onderliggende fondsen beperkt 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 € 1.653.000 (2014: € 3.493.000). Inclusief de financiële instrumenten gevoelig voor kredietrisico in de onderliggende beleggingsfondsen is het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft € 44.875.000 (2014: € 53.908.000).

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 dagelijks verhandelbaar. Het fonds belegt in Aegon beleggingsfondsen waar op dagbasis kan worden uitgetreden, met uitzondering van het AEGON Private Equity Fund en het AEGON Absolute Return Pool (EUR), waarvoor geldt dat op maandbasis kan worden uitgetreden. Het fonds is hierdoor niet blootgesteld aan een significant liquiditeitsrisico.

3.4.4 Liquide middelen

De liquide middelen staan ter vrije beschikking van het fonds.

3.4.5 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.

Mutatieoverzicht fondsvermogen		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Fondsvermogen participanten		
Beginstand boekjaar	100.787	93.909
Inkoop van participaties	(17.717)	(103.372)
Uitgifte van participaties	81	98.866
Eindstand boekjaar	83.151	89.403
Netto resultaat lopend boekjaar	3.469	11.384
Totaal fondsvermogen per 31 december	86.620	100.787

Verloopoverzicht participaties		
	2015	2014
Aantal participaties per 1 januari	4.916.833	5.160.180
Inkoop van participaties	(829.758)	(5.539.678)
Uitgifte van participaties	3.735	5.296.331
Aantal participaties per 31 december	4.090.810	4.916.833

Meerjarenoverzicht			
	2015	2014	2013
Fondsvermogen (x € 1.000)	86.620	100.787	93.909
Aantal uitstaande participaties (stuks)	4.090.810	4.916.833	5.160.180
Intrinsieke waarde per participatie in €	21,17	20,50	18,20
Rendement (intrinsieke waarde)	3,30%	12,63%	7,14%
Rendement Benchmark	2,83%	11,30%	6,08%

3.4.6 Schulden aan kredietinstellingen

De schulden aan kredietinstellingen bestaan uit kortlopende schulden in rekening courant met de bankier van het fonds.

3.4.7 Overige schulden

Overige schulden		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Nog te betalen beheervergoeding	5	6
Totaal per 31 december	5	6

3.4.8 Winst-en-verliesrekening

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.

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.

Onder waardeveranderingen beleggingen 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.

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. De op- en afslag komen ten gunste van het fonds. 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.

3.4.9 Waardeveranderingen van beleggingen

Waardeveranderingen beleggingen		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Gerealiseerde koers- en valutawinsten op beleggingsfondsen	6.902	3.909
Gerealiseerde koers- en valutaverliezen op beleggingsfondsen	(268)	-
Ongerealiseerde koers- en valutawinsten op beleggingsfondsen	513	6.113
Ongerealiseerde koers- en valutaverliezen op beleggingsfondsen	(7.260)	(1.271)
Totaal waardeveranderingen beleggingen	(113)	8.751

3.4.10 Op- en afslagvergoeding

De op- en afslag bedraagt 0,19% over het transactiebedrag en komt ten gunste van het fonds.

3.4.11 Kostenparagraaf

Geïdentificeerde transactiekosten		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Beleggingsfondsen	53	37
Totaal transactiekosten	53	37

Beheerkosten		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Beheervergoeding	252	248
Service fee	3	3
Totaal beheerkosten	255	251

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 het fonds in rekening gebracht op basis van de intrinsieke waarde van het fonds ultimo de voorgaande handelsdag.

De beheervergoeding bedraagt 0,26% per jaar.

Service fee

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

De accountantskosten voor het onderzoek van de jaarrekening 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 het fonds ultimo van de voorafgaande handelsdag. De service fee bedraagt 0,03% per jaar over het fondsvermogen tot € 500 miljoen. Over het fondsvermogen van € 500 miljoen tot € 1,5 miljard geldt een service fee van 0,025%. Over het fondsvermogen boven € 1,5 miljard geldt een service fee van 0,02%.

Lopende kosten factor (LKF)

De LKF is een maatstaf voor doorlopende kosten die door 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.

LKF		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Gemiddelde intrinsieke waarde	96.790	95.523
Totale kosten binnen het fonds	255	251
Toegerekende kosten onderliggende Aegon beleggingsfondsen	216	192
Toegerekende kosten onderliggende extern beheerde beleggingsfondsen	110	133
Totale kosten	581	576
LKF	0,60%	0,60%
Toegerekende prestatievergoeding extern beheerde fondsen	0,01%	0,02%

Omloop Factor (OF)

De OF 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 OF 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 OF zijn opnames en uitzettingen van callgelden niet meegenomen.

De inkopen en uitgiften 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 OF van de onderliggende Aegon beleggingsfondsen is meer relevant en wordt toegelicht in de jaarrekening van het desbetreffende Aegon beleggingsfonds.

De OF 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).

Omloopfactor (OF)		
(bedragen x € 1.000)	2015	2014
Effecten aankopen	9.423	9.957
Effecten verkopen	23.472	11.852
Totaal effectentransacties	32.895	21.809
Uitgifte participaties	81	4.691
Inkoop participaties	17.717	9.198
Totaal mutaties in participaties	17.798	13.889
Gemiddelde intrinsieke waarde	96.790	95.523
OF	16	8

Toelichting beloningen

Beloningsbeleid

AIM B.V. is voor het beloningsbeleid, als onderdeel van Aegon N.V., gebonden aan het Aegon Group Global Remuneration Framework. Dit framework is ontworpen in overeenstemming met relevante wet- en regelgeving, zoals de CEBS remuneratierichtlijnen (2010), de Regeling beheerst beloningsbeleid (2014) en de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen (2015). Het Framework bevat principes en richtlijnen voor het voeren van een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid, die aansluiten bij de strategische doelen, HRM aspiraties en kernwaarden van Aegon N.V. Hiermee voldoet het tevens aan de AIFMD-vereisten voor beloningsbeleid, waaronder dat het bijdraagt aan een degelijke en doeltreffende risicobeheersing en het niet aanmoedigt tot het nemen van meer risico's dan passend binnen het beleggingsbeleid en de fondsvoorwaarden. Ingeval van delegatie van fondsbeheer na inwerkingtreding van de AIFMD ziet AIM B.V. erop toe dat de AIFMD of vergelijkbare vereisten voor beloningsbeleid in acht worden genomen. Jaarlijks wordt dit framework getoetst aan wet en regelgeving, waar nodig hierop aangepast en vervolgens ter goedkeuring voorgelegd aan de Aegon N.V. Raad van Commissarissen. Dit orgaan houdt tevens toezicht op de beloning van alle AIM B.V. medewerkers die zijn aangemerkt als Identified Staff.

Vast inkomen

Het vaste inkomen van medewerkers bij AIM B.V. bestaat uit het maandsalaris, een flexbudget (o.a. vakantiegeld en 13e maand), pensioenopbouw en overige secundaire arbeidsvoorwaarden die gebruikelijk zijn in de Nederlandse markt. AIM B.V. kent onderscheidend salarissystemen voor cao-gebonden posities, portfoliomanagers en seniormanagementposities. Alle drie de systemen worden jaarlijks gecontroleerd op marktconformiteit aan de hand van verschillende externe beloningsonderzoeken.

Variabele beloning

Een deel van de medewerkers binnen AIM B.V. komt in aanmerking voor variabele beloning. Dit vormt een integraal onderdeel van het totale arbeidsvoorwaardenpakket. Voor de berekening van het jaarlijkse budget voor variabele beloning wordt gebruik gemaakt van de zogenaamde bonuspoolmethodiek. Hierbij wordt de hoogte van de pool (met andere woorden het budget) berekend door de behaalde bedrijfsresultaten af te zetten tegen vooraf gestelde doelen. Gekeken wordt naar een mix van lange en korte termijn fondsprestaties, klanttevredenheid, winstgevendheid, verkoopcijfers, risicomanagement en Aegon N.V. bedrijfsprestaties. De toekenning van variabele beloning, binnen dit budget, vindt plaats op basis van individuele prestaties. Zowel in de bonuspool als voor de toekenning van variabele beloning op individueel niveau bestaan de prestatie-indicatoren maximaal voor 40% uit niet voor risico gecorrigeerde financiële prestatie-indicatoren en voor ten miste de helft uit niet-financiële indicatoren.

Verder kunnen medewerkers, die niet in aanmerking komen voor variabele beloning, onder strikte voorwaarden een gratificatie toegekend krijgen.

Identified Staff

Op basis van de AIFMD-selectiecriteria zijn 16 interne posities aangemerkt als Identified Staff, waarvan vier seniormanagementposities en twee controle posities. Het betreft medewerkers van wie de beroepsmatige activiteiten een wezenlijke invloed hebben op het risicoprofiel van AIM B.V. en/of de door haar beheerde fondsen.

Wat betreft het in aanmerking komen voor een bepaald vast inkomen en variabele beloning wordt geen onderscheid gemaakt tussen Identified Staff en overige medewerkers. Op het gebied van persoonlijke doelstellingen en uitbetaling van variabele beloning gelden wel andere regels. De persoonlijke doelstellingen van Identified Staff worden vooraf beoordeeld op de mate van risicobeheersing en, indien nodig, hierop aangepast. Daarnaast wordt bij Identified Staff variabele beloning niet in één keer in contanten uitbetaald. De eerste 40% of 60% wordt direct na het prestatiejaar uitbetaald, waarvan de ene helft in contanten en de andere helft in instrumenten. De overige 60% of 40% wordt in gelijke delen over de drie jaren erna uitbetaald, eveneens bij ieder deel de ene helft in contanten en de andere helft in instrumenten, de zogenoemde phantom shares. Voordat ieder van deze delen wordt uitbetaald, wordt vastgesteld of er nog feiten zijn op basis waarvan de variabele beloning naar beneden moet worden bijgesteld. De phantom shares zijn gekoppeld aan de fondsprestaties van de belangrijkste fondsen van de beheerder. De shares worden na toekenning een jaar vastgehouden voordat deze worden afgerekend en aan de medewerker in contanten worden uitbetaald.

Beloningsoverzicht

De toelichting hieronder heeft betrekking op het betaalde vaste salaris (12 keer maandsalaris en flexbudget) en betaalde variabele beloning aan alle medewerkers en tijdelijke externe medewerkers bij AIM B.V in 2015. De bedragen zijn uitgesplitst naar de directie, Identified Staff en overige medewerkers.

Groepen (bedragen x € 1.000)	Posities	FTE ⁽¹⁾	Vast salaris ⁽²⁾	Variabele beloning
Directie	4	4	865	472
Identified staff	12	12	1.577	999
Overige medewerkers	238	235	23.548	2.251
Totaal AIM B.V. medewerkers	254	251	25.990	3.722

⁽¹⁾ 1 FTE = 40 contracturen

⁽²⁾ Dit bestaat uit 12 keer het maandsalaris en een vast flexbudget (o.a. vakantiegeld en 13e maand).

De beloningen voor de medewerkers zijn mede voor werkzaamheden die voor Aegon Nederland N.V. worden uitgevoerd. Daarnaast zijn de medewerkers niet direct werkzaam voor specifieke individuele fondsen. Aangezien de informatie voor toerekening niet onmiddellijk beschikbaar is, zijn de beloningen niet toegerekend aan de individuele fondsen.

Er zijn geen medewerkers waarvan de totale beloning per jaar meer dan 1 miljoen euro bedraagt.

De beheerder krijgt geen vergoeding voor het beheer naast de vastgestelde managementfee als percentage van het beheerde vermogen. Er is dus geen sprake van carried interest.

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.

Juridisch eigenaar

Aegon Custody B.V. is juridisch eigenaar van de beleggingen.

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 tussenschakel 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.

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;
- Citibank Europe Plc, Netherlands Branch: bewaartaken;
- Citibank NA: operationele uitvoering van securities lending transacties en fund accounting;
- Aegon Derivatives N.V.: dienstverlening voor collateral management en uitvoering derivatentransacties;
- AEGON USA Investment Management LLC: externe vermogensbeheerder voor bepaalde portefeuilles;
- AEGON N.V. (Group Treasury): dienstverlening op het gebied van cash management;
- Kames Capital: berekening van fund performance en benchmark performance;
- TKP Investment B.V.: externe vermogensbeheerder van de AEGON Private Equity Pool en de AEGON Absolute Return Pool.

Aansprakelijkheid van de bewaarder

De bewaarder is jegens het fonds, 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 het fonds 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 inroepen 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, 16 maart 2016

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 Overige gegevens

4.1. Voorstel resultaatbestemming

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

4.2. Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: de beheerder van Van Nierop Maatschappijbelegging

Verklaring over de jaarrekening 2015

Ons oordeel

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Van Nierop Maatschappijbelegging op 31 december 2015 en van het resultaat over 2015 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

Wat we hebben gecontroleerd

Wij hebben de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening 2015 van Van Nierop Maatschappijbelegging te Den Haag ('het fonds') gecontroleerd. De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2015;
- de winst-en-verliesrekening over 2015 ; en
- de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en overige toelichtingen.

Het stelsel voor financiële verslaggeving dat is gebruikt voor het opmaken van de jaarrekening is Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

De basis voor ons oordeel

Wij hebben onze controle uitgevoerd volgens het Nederlands recht, waaronder ook de Nederlandse controlestandaarden vallen. Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn beschreven in de sectie 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'.

Wij zijn onafhankelijk van Van Nierop Maatschappijbelegging zoals vereist in de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assuranceopdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

Wij vinden dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Verantwoordelijkheden van de beheerder

De beheerder is verantwoordelijk voor:

- het opmaken en het getrouw weergeven van de jaarrekening en voor het opstellen van het verslag van de beheerder, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW, en voor
- een zodanige interne beheersing die de beheerder noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet de beheerder afwegen of het fonds in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten.

Op grond van het genoemde verslaggevingsstelsel moet de beheerder de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteitsveronderstelling, tenzij de beheerder het voornemen heeft om het fonds te liquideren of de bedrijfsactiviteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is. De beheerder moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of het fonds haar bedrijfsactiviteiten kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

Onze verantwoordelijkheid voor de controle van de jaarrekening

Onze verantwoordelijkheid is het zodanig plannen en uitvoeren van een controleopdracht dat wij daarmee voldoende en geschikte controle-informatie verkrijgen voor het door ons af te geven oordeel. Ons controleoordeel beoogt een redelijke mate van zekerheid te geven dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat. Een redelijke mate van zekerheid is een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle afwijkingen ontdekken. Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen.

Een meer gedetailleerde beschrijving van onze verantwoordelijkheden is opgenomen in de bijlage bij onze controleverklaring.

Verklaring betreffende overige door wet- en regelgeving gestelde vereisten

Verklaring betreffende het verslag van de beheerder en de overige gegevens

Wij vermelden op basis van de wettelijke verplichtingen onder Titel 9 Boek 2 BW (betreffende onze verantwoordelijkheid om te rapporteren over het verslag van de beheerder en de overige gegevens):

- dat wij geen tekortkomingen hebben geconstateerd naar aanleiding van het onderzoek of het verslag van de beheerder, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld, en of de door Titel 9 Boek 2 BW vereiste overige gegevens zijn toegevoegd.
- dat het verslag van de beheerder, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening.

Amsterdam, 16 maart 2016
PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.

mr. drs. M.D. Jansen RA

Bijlage bij onze controleverklaring over de jaarrekening 2015 van Van Nierop Maatschappijbelegging

In aanvulling op wat is vermeld in onze controleverklaring hebben wij in deze bijlage onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening nader uiteengezet en toegelicht wat een controle inhoudt.

De verantwoordelijkheden van de accountant voor de controle van de jaarrekening

Wij hebben deze accountantscontrole professioneel kritisch uitgevoerd en hebben waar relevant professionele oordeelsvorming toegepast in overeenstemming met de Nederlandse controlestandaarden, ethische voorschriften en de onafhankelijkheidseisen. Onze doelstelling is om een redelijke mate van zekerheid te verkrijgen dat de jaarrekening vrij van materiële afwijkingen als gevolg van fouten of fraude is. Onze controle bestond onder andere uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van het fonds;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de beheerder en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen en het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.
- het vaststellen dat de door de beheerder gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of het fonds haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring. Toekomstige gebeurtenissen of omstandigheden kunnen er echter toe leiden dat een organisatie haar continuïteit niet langer kan handhaven;

Wij communiceren met de beheerder onder andere over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over de significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele significante tekortkomingen in de interne beheersing.