

## **Jaarverslag 2019**

### **Add Value Fund N.V.**

een open-end beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal  
gevestigd te Amsterdam, Nederland



## Inhoudsopgave

Profiel .....	4
Kerncijfers.....	6
Pre-advies van de Raad van Commissarissen.....	7
Bestuursverslag .....	8
Jaarrekening 2019.....	31
Balans per 31 december 2019 .....	32
Winst- en verliesrekening 1 januari – 31 december 2019 .....	33
Kasstroomoverzicht 1 januari – 31 december 2019.....	34
Toelichting op de balans en de winst- en verliesrekening .....	35
Overige gegevens .....	51
Algemene gegevens .....	58

## Profiel

### Beleggingsbeleid

Add Value Fund N.V. (zowel “het Fonds als Add Value Fund”) belegt uitsluitend in beursgenoteerde Nederlandse kleine- en middelgrote ondernemingen, de zogenaamde small- en midcaps of “mini-multinationals”, met een beurswaarde bij aankoop van ten minste € 20 miljoen en ten hoogste € 7,5 miljard. De ondernemingen zijn genoteerd op Euronext te Amsterdam of een andere gereguleerde markt. Het Fonds belegt niet in vastgoed- of andere beleggingsfondsen.

Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 65 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Via “*bottom-up stock picking*” – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden minimaal 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die vervolgens worden opgenomen in de portefeuille.

Add Value Fund Management B.V. (zowel “de Beheerder als Add Value Fund Management”) voert een actief beleggingsbeleid en hanteert daarbij geen benchmark. Dit beleid steunt op zelfstandige research naar de ondernemingen uit het beleggingsuniversum. Daarnaast wordt gebruik gemaakt van de research van derden om tot een zo optimaal mogelijke oordeelsvorming te komen.

Slechts in incidentele gevallen mag gebruik worden gemaakt van derivaten. Het Fonds neemt geen short posities in en leent evenmin (delen van) aandelenposities uit aan derden.

Het gebruik van effectenkrediet tot een maximum van 20% van het belegd vermogen blijft beperkt tot die situaties waarin voor een korte periode overbruggingskrediet benodigd is. Ook kan besloten worden, afhankelijk van de beleggingsvisie, een deel, tot een maximum van 75% van het vermogen in liquide middelen aan te houden.

Het Fonds richt zich op particuliere en professionele beleggers met een lange termijn beleggingshorizon.

### Beleggingsdoelstelling

De Beheerder streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende spreiding. Op middellange termijn, waaronder een periode van drie tot vijf jaar wordt verstaan, wordt een gemiddelde totale netto beleggingsopbrengst van ten minste 10% op jaarbasis nagestreefd. Deze netto opbrengst is de som van gerealiseerde en ongerealiseerde koerswinsten plus dividendinkomsten minus de door het Fonds gemaakte kosten.

### Dividendbeleid

Het Fonds opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de algemene reserve.

### **Beursnotering en open-end structuur**

Add Value Fund is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. De Aandelen zijn genoteerd op de effectenbeurs van Euronext te Amsterdam. De beurskoers van het Aandeel wordt dagelijks gepubliceerd op de website, in de Officiële Prijscourant die beschikbaar is op de website [www.aex.nl/opc](http://www.aex.nl/opc), en in één of meer Nederlandse dagbladen.

Het Fonds heeft een open-end structuur. Aankoop en verkoop van Aandelen is in beginsel iedere handelsdag mogelijk. De Aandelen worden verhandeld tegen de geldende intrinsieke waarde plus een opslag van 0,5% in geval van netto instroom in het Fonds en tegen de intrinsieke waarde minus 0,5% in geval van netto uitstroom.

### **Vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht**

Het Fonds is een beleggingsinstelling in de zin van de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Add Value Fund Management treedt op als Beheerder en is enig statutair directeur van het Fonds. Add Value Fund Management heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, toegekend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM"). Op 22 juli 2014 is deze vergunning door de toezichthouder van rechtswege omgezet naar een AIFM-vergunning.

### **Essentiële Beleggersinformatie en Prospectus**

De Essentiële Beleggersinformatie is de Europese opvolger van de Financiële Bijsluiter. Dit document verschaft essentiële beleggersinformatie aangaande het Fonds. Het is geen marketing materiaal. De verstrekte informatie is bij wet voorgeschreven en is bedoeld om meer inzicht te geven in de aard en de risico's van beleggingen in het Fonds. Beleggers worden geadviseerd deze informatie te lezen opdat met kennis van zaken kan worden besloten al dan niet in het Fonds te beleggen. De Essentiële Beleggersinformatie en het Prospectus worden kosteloos verstrekt en zijn tevens gepubliceerd op de website [www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl).

## Kerncijfers

De kerncijfers van het Fonds per 31 december 2019 zijn als volgt:

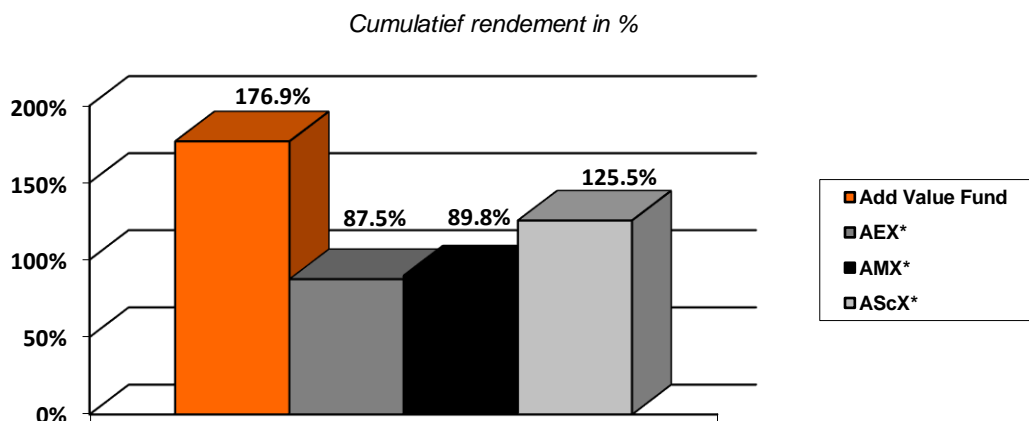
	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Algemeen</b>					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.818.986	2.289.531	1.879.619	1.748.253	1.696.817
Gemiddeld aantal uitstaande aandelen	1.913.936	2.153.810	1.869.696	1.704.839	1.662.619
Fondsvermogen (in €, ultimo)	104.573.230	102.151.314	104.448.176	77.809.418	66.911.401
Gemiddeld fondsvermogen (in €)	99.794.018	116.098.794	97.749.870	69.122.593	64.057.134
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	57,49	44,62	55,57	44,51	39,43
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	56,97	43,76	55,85	44,28	39,63
Hoogste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	57,73	61,86	56,09	44,64	43,13
Laagste intrinsieke waarde per aandeel (in €)	43,71	42,80	44,50	35,25	32,29
Dividend per aandeel (in € en contanten)*	1,50	0,80	0,80	0,80	0,80
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde per aandeel en inclusief dividend	+32,2%	-18,3%	+26,6%	+14,9%	+22,0%
Beleggingsresultaat op basis van beurskoers en inclusief dividend	+33,6%	-19,8%	+27,1%	+15,4%	+24,1%

\*dividend vorig boekjaar en uitgekeerd in het verslagjaar

Een toelichting op de kerncijfers staat vermeld op pagina 47.

Onderstaande rendementsvergelijking op basis van de beurskoers van Add Value Fund (na kosten en inclusief herbeleggen dividenden) over de periode 1 februari 2007 tot en met 31 december 2019 is uitsluitend bedoeld voor informatiedoeleinden:

### Significante outperformance sinds oprichting ten opzichte van Nederlandse aandelenindices



Bron: AVFM / Bloomberg \*exclusief kosten

## **Pre-advies van de Raad van Commissarissen**

Met genoegen bieden wij u hierbij het jaarverslag 2019 van Add Value Fund N.V. aan, met daarin onder andere opgenomen de jaarrekening over het boekjaar 2019.

Deze jaarrekening is gecontroleerd door Ernst & Young Accountants LLP. De accountant heeft een goedkeurende controleverklaring afgegeven bij de jaarrekening, welke in het jaarverslag is opgenomen onder de Overige gegevens op pagina 51 tot en met 56. Van deze goedkeurende controleverklaring heeft de Raad van Commissarissen kennis genomen.

Wij stellen de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor om de jaarrekening 2019 vast te stellen overeenkomstig de voorgelegde stukken. Tevens stellen wij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor de Directie decharge te verlenen voor het gevoerde beleid en de commissarissen te dechargeren voor het uitgeoefende toezicht.

Op basis van de uitdelingsverplichting en de uitstaande aandelen per 31 december 2019 stelt de directie voor om € 1,25 per gewoon aandeel aan dividend uit te keren in contanten. Deze dividenduitkering komt voort uit de winstbestemming over 2019. Wij kunnen ons verenigen met dit voorstel van de directie.

De Raad van Commissarissen heeft in de verslagperiode viermaal vergaderd met de directie en het beheerteam waarin onder meer het beleggingsbeleid, -omgeving en -resultaten, de (administratieve) organisatie waaronder het risicomanagement en compliance, wet- en regelgeving, de verslaggeving, commerciële strategie en algemene beleidsmatige aangelegenheden werden besproken.

Tenslotte brengen wij onze dank uit aan de Directie en het beheerteam voor de professionele wijze waarop zij in het afgelopen boekjaar haar beheertaken heeft uitgevoerd.

Amsterdam, 1 april 2020

De Raad van Commissarissen

Prof. dr. W.F.C. Verschoor (voorzitter)

Prof. dr. O.W. Steenbeek

A. Smits

## Bestuursverslag

### Algemeen

Wij bieden u hierbij het bestuursverslag aan van Add Value Fund over het boekjaar 2019. De jaarrekening is gecontroleerd door onze accountant Ernst & Young Accountants LLP (EY). De kosten hiervan staan vermeld onder toelichting jaarrekening overige bedrijfskosten. EY verricht geen andere werkzaamheden dan controlewerkzaamheden.

### Ontwikkeling beleggingsresultaten en fondsvermogen

De intrinsieke waarde per aandeel van Add Value Fund steeg in 2019 van € 44,62 naar € 57,49, een stijging van 28,8%. Wanneer het in april uitgekeerde contant dividend van € 1,50 per aandeel in de berekening wordt betrokken, komt het totaal netto beleggingsresultaat over 2019 per saldo uit op +32,2%. Het Fonds kende met name een sterke performance in het eerste kwartaal (+10,6%) van het boekjaar. In mei volgende een stevige correctie (-7,6%), maar per saldo werd het boekjaar goed afgesloten met slechts drie verliesmaanden. Het Fonds deed het echter wel minder goed dan de Amsterdam Midkap Index (+42,6%), maar beter dan zowel de AEX-index (+28,5%) als de Amsterdam SmallCap Index (+20,5%). Genoemde rendementen van de Nederlandse aandelenindices zijn inclusief herbeleggen van dividenden maar exclusief kosten.

Sinds de start van het Fonds op 1 februari 2007 heeft Add Value Fund een cumulatieve waardestijging (koerswinst + herbeleggen dividenden - kosten) van 176,9% gerealiseerd. Dit is een significante outperformance ten opzichte van de Nederlandse aandelenindices (zie grafiek op pagina 6) en vergelijkbare beleggingsfondsen. Overigens heeft Add Value Fund geen officiële benchmark. Genoemde aandelenindices zijn uitsluitend voor informatiedoeleinden als vergelijkingsmaatstaf vermeld.

Het beleggingsjaar 2019 kende met name tot en met april een zeer voorspoedig verloop met een rendement van ruim 10%. In mei volgende een stevige correctie van ruim 7%. Niet zozeer vanwege tegenvallende bedrijfsprestaties van onze participaties maar meer vanwege geopolitieke onrust, waaronder het brexit-proces en met name het voortslepende handelsconflict tussen Amerika en China. Dit zorgde voor een afnemende risicobereidheid onder beleggers. Over het algemeen boekten onze participaties over het eerste kwartaal solide resultaten.

Echter naarmate het jaar vorderde, waren er een aantal participaties die niet geheel volgens onze verwachtingen presteerden. Een aantal participaties hadden last van tijdelijke bedrijfsspecifieke problemen. Brunel International kwam onverwacht met een groot verlieslatend (circa € 23 mln) project in Amerika op de proppen. De winstgevendheid van de fixed income divisie van Flow Traders in Amerika viel in het derde kwartaal tegen. Sif Holding en Neways Electronics International hadden beide last van executieproblemen en onderbezetting in de fabrieken waardoor de winstgevendheid onderdruk stond.

Daarnaast had een aantal participaties last van moeilijke of tijdelijk krimpende eindmarkten en desinvesteringen. Nedap en TKH Group maakten belangrijke strategische beslissingen om minder goed renderende onderdelen te desinvesteren waardoor de winst mede over het boekjaar 2019 lager uitkwam dan was voorzien.

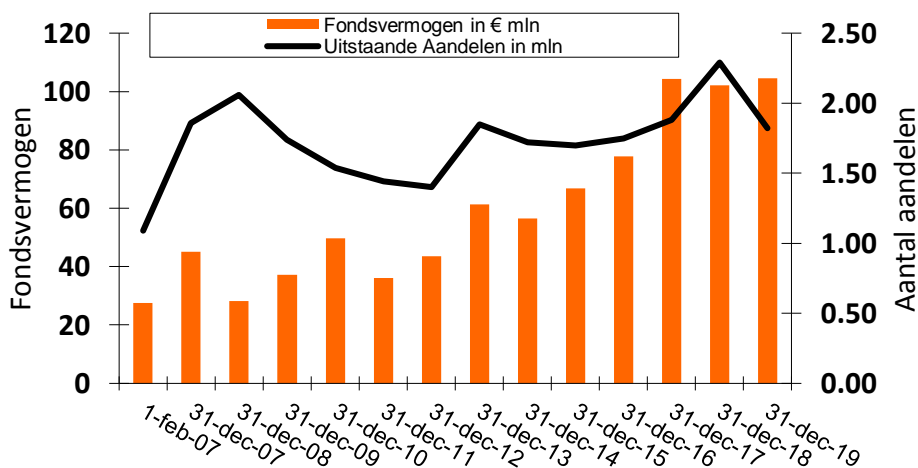
De marktgroep Livestock Management van Nedap had last van minder vraag naar hun oplossingen door de heersende Afrikaanse varkenspest in China en Nedap Retail had te kampen met moeilijke



marktomstandigheden in de retailmarkt. De machinevision divisie van TKH Group kende een minder goed jaar dan het sterke jaar 2018 vanwege de mindere vraag naar slimme camera's voor het controleren van consumentenelektronica en dan met name voor smartphones. Kendrion en Besi hadden beide te kampen met een neerwaartse spiraal in hun eindmarkten, respectievelijk de automobiel- en halfgeleidermarkt. Daarentegen presenteerden de participaties ASMI, Basic-Fit en Hunter Douglas over het boekjaar 2019 wederom recordresultaten. De ruim 30% koersstijging van Add Value Fund kwam dus niet zozeer van de winstgroei van de 14 participaties – naar verwachting 0 tot 5% gewogen winstgroei versus 2018 – maar meer vanwege de koerswinstverhouding expansie van de participaties. De gewogen koerswinstverhouding steeg gedurende het verslagjaar van 11,5 in januari naar 15,4 in december.

Ondanks het positieve beleggingsresultaat van +32,2% steeg het fondsvermogen van Add Value Fund gedurende de verslagperiode slechts licht met 2,1% van € 102,2 miljoen naar € 104,6 miljoen. Dit kwam doordat het aantal uitstaande aandelen significant afnam met ruim 20% naar 1.818.986.

#### Ontwikkeling fondsvermogen en uitstaande aandelen sinds oprichting



Bron: AVFM

#### Totstandkoming beleggingsresultaat

Ondanks twee participatiewijzigingen bleef het aantal participaties met 14 gelijk in de portefeuille. In de eerste jaarhelft verkochten wij de relatief kleine participatie (< 1% weging) in wetenschappelijke uitgever Koninklijke Brill. Het besluit is genomen vanwege de verslechterende resultaten en vooruitzichten.

Het bedrijfs- en verdienmodel staat al enige tijd zwaar onder druk door veranderde marktomstandigheden. Daarnaast waren er management- en logistieke problemen vanwege de brexit waardoor de risico's niet meer opwogen tegen het verwachte en gewenste rendement.

Aan het einde van het verslagjaar kochten wij via een onderhandse herplaatsing tegen een aantrekkelijke discount en waardering aandelen in Basic-Fit. De onderneming is uitgegroeid tot de grootste en snelst groeiende 'low-budget' fitnessketen van Europa. Na een zeer succesvolle beursintroductie (IPO) in 2016 voldoet de onderneming inmiddels aan al onze investeringscriteria. Ondanks een ruime koersverdubbeling sinds IPO verwachten wij na de nieuwe expansieplannen nog een fors koerspotentieel.

De enige winnaar in 2018 – ETP liquidityprovider Flow Traders – was in 2019, naast detacheerder Brunel International (*total return* -16%), de grote dissonant in de portefeuille met een negatieve *total return* en rendementsbijdrage van respectievelijk min 18% en min 3%-punt. In tegenstelling tot 2018 stegen de wereldwijde beurzen in 2019 bijna onafgebroken, op enkele kleine correcties na.

Het verdienmodel van Flow Traders is juist gebaat bij hoge koersvolatiliteit. Flow Traders is zoals in 2018 (*total return* +48%) is gebleken, een goede *'hedge'* in portefeuille in neergaande financiële markten. Ondanks een fors lagere nettowinst in 2019 ten opzichte van het recordjaar 2018 is de verdien capaciteit van de onderneming door groei van het aantal handelaren, tegenpartijen, handelsplatformen en diversificatie in andere *asset classes*, zoals valuta en obligaties, verder toegenomen. Zelfs in minder gunstige marktomstandigheden wist Flow Traders haar marktaandeel in Europa fors te vergroten naar meer dan 30%. Daarnaast ligt de nettowinst in 2019 beduidend hoger (ruim 30%) dan in het eveneens minder goede jaar 2017.

Wij zijn ervan overtuigd dat Flow Traders op de middellange termijn ruimschoots aan onze rendementsdoelstelling van tenminste 10% per jaar zal voldoen.

Daarentegen waren de verliezers van 2018 de grote winnaars in 2019. De chipmachinefabrikanten, ASMI en Besi, maakten hun koersverliezen in het boekjaar meer dan goed. Ondanks een neergaande halfgeleidermarkt liet ASMI recordresultaten noteren. De technologietransitie naar steeds kleinere chips was koren op de molen voor de ALD-technologie en *frond-end* machines van ASMI.

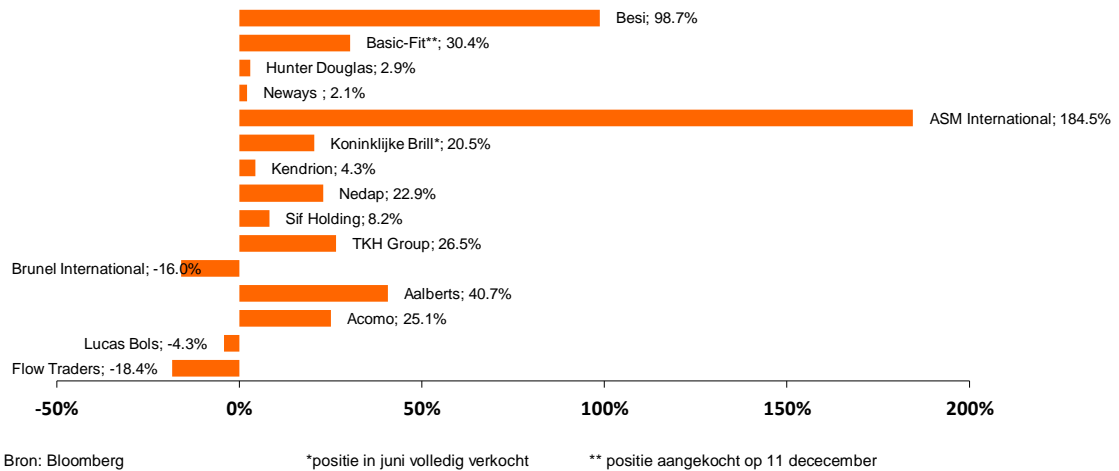
Een grotere *'share of wallet'* bij eindklanten en het aandeleninkoopprogramma van € 100 mln zorgden uiteindelijk voor een kloeke 185% rendement en een rendementsbijdrage van ruim 18%-punt. Besi, actief in de *back-end* van de halfgeleidermarkt, presteerde ondanks de forse *'down-turn'* in de sector goed. Ondanks een forse lagere omzet (-32%) in 2019 wist Besi door een snaar strakke executie zowel de bruto- als nettowinstmarge op een zeer hoog niveau vast te houden.

Wij verwachten dat na twee jaar van omzet- en winstdaling de onderneming in 2020 een flinke groeispurt zal doormaken. De vooruitzichten zijn de komende jaren door grote investeringen in het nieuwe 5G netwerk, 5G smartphones, kunstmatige intelligentie, zelfrijdende auto's, *cloud computing* en datacenters in ieder geval veelbelovend.

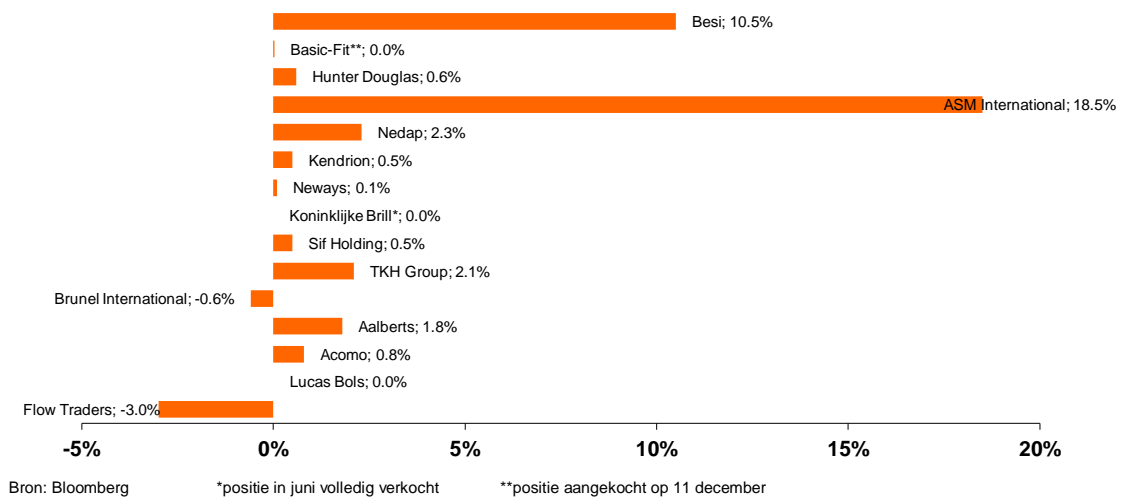
Met een rendementsstijging van bijna 100% en een rendementsbijdrage van ruim 10%-punt was Besi na ASMI, de grote *'star-performer'* in portefeuille.

De participaties Aalberts, TKH Group, Acomo en Nedap lieten allen een tevredenstellend rendement zien van meer dan 20%. Lucas Bols en Brunel International stelden in het boekjaar teleur. In het lopende boekjaar zullen wij de posities in beide participaties heroverwegen.

### Rendement (koerswinst + dividend) participaties vanaf 1 januari tot en met 31 december 2019



### Rendementsbijdrage in % punten per participatie vanaf 1 januari tot en met 31 december 2019



### Omgevingsfactoren

Het verslagjaar werd net als in 2018 gekenmerkt door geopolitieke spanningen en onzekere macro economische omgevingsfactoren. Het handelconflict tussen Amerika en China, de brexit en het beleid van de centrale banken bepaalden uiteindelijk de richting van de financiële markten.

Waar in 2018 nog een recessie-angst heerste verdween het 'R-woord' langzaam op de achtergrond nadat een harde brexit van de baan was en Amerika en China hun eerste fase handelsakkoord tekenden.

De Amerikaanse Centrale Bank (FED) verlaagde in 2019 drie keer de rente met 0,25% punt naar 1,75%. De Europese Centrale Bank (ECB) verlaagde een keer de negatieve rente van -0,40% naar -0,50% en begon wederom met een nieuw obligatie opkoopprogramma van € 20 miljard per maand.

De wereldwijde economische groei kwam in Europa, en met name in Duitsland, onder druk te staan door de afvlakkende groei in China. Met een groei van circa 6%, de laagste in ruim 30 jaar, ondervond de Chinese economie de meeste directe hinder van het handelsconflict met Amerika.

Export grootmacht Duitsland, met name op het gebied van machines en auto's, had te maken met forse krimp in de maakindustrie. Ondanks al deze politieke en macro economische strubbelingen waren beleggers bereid om meer risico te nemen. Aangejaagd door de ultralage kapitaalmarktrente en 'goldilocks' – wereldwijde economische groei van circa 3%, lage werkloosheid en inflatie en hoog consumentenvertrouwen – stegen de wereldwijde aandelenbeurzen nagenoeg allemaal naar nieuwe (record)hoogtes.

Christine Lagarde, de nieuwe eerste vrouwelijke ECB-president, heeft al aangegeven dat er weinig nieuwe stimuleringsmaatregelen meer voorhanden zijn. De 'gereedschapskist' is bijna leeg, nu moeten de Europese overheden het stokje gaan overnemen. Fiscale stimuleringsmaatregelen, zoals belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, zouden de Europese economie weer kunnen aanzwengelen richting een 2%-plus groei.

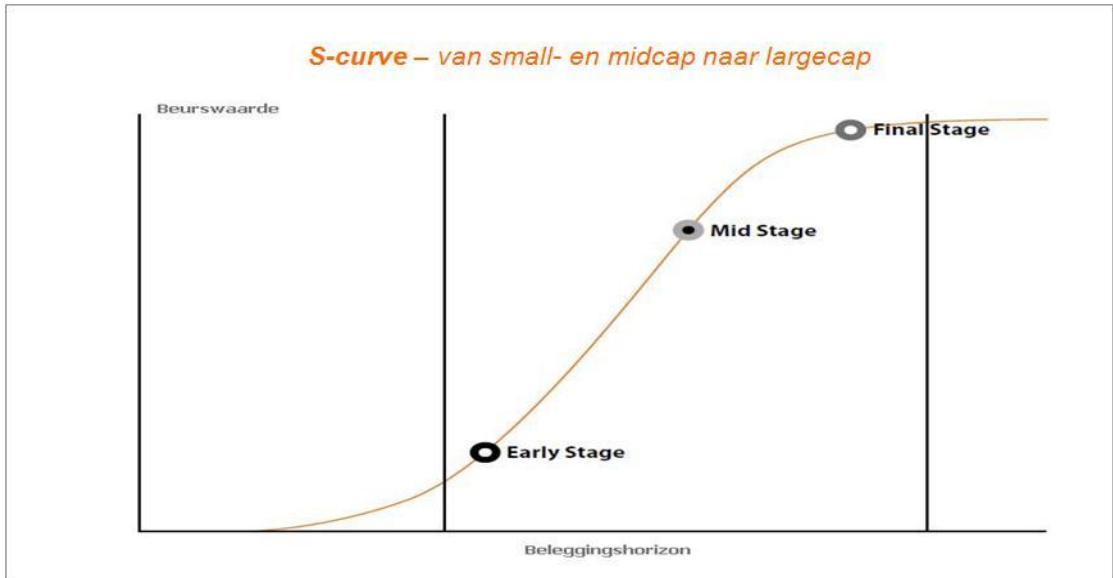
De belangrijkste macro economische en politieke risico's voor 2020 zijn onder andere looninflatie, Amerikaanse presidentsverkiezingen, het coronavirus, oorlogsdreiging Midden-Oosten en de sterk oplopende en onhoudbare schuldenberg in China.

De enige zekerheid die wij hebben – net als in de voorgaande 12 boekjaren – is dat er veel economische en geopolitieke onzekerheid is in de wereld. Ondanks dit gegeven – verwachten wij, net als in het verleden, op de middellange termijn aantrekkelijke rendementen te kunnen behalen.

### **Beleggingsfilosofie, -proces en -strategie**

In onderstaande grafiek – de zogenaamde 'S-Curve' – is de beleggingsfilosofie van Add Value Fund afgebeeld. Het Fonds investeert niet in *microcaps* met een beurswaarde kleiner dan € 20 miljoen, ofwel ter linkerkant van de *Early Stage*, en evenmin in *largecaps* met een beurswaarde groter dan € 7,5 miljard, ofwel het gebied ter rechterkant van de *Final Stage*. De portefeuille is samengesteld uit een evenwichtige selectie van een kleine groep van relatief snelgroeiende en jonge veelbelovende nichespelers met een innovatieve meerwaarde en een grotere groep industriële, technologische en dienstverlenende eersteklas kwaliteitsondernemingen die kunnen bogen op een onderscheidend bedrijfs- en verdienmodel die hun toegevoegde waarde reeds hebben bewezen.

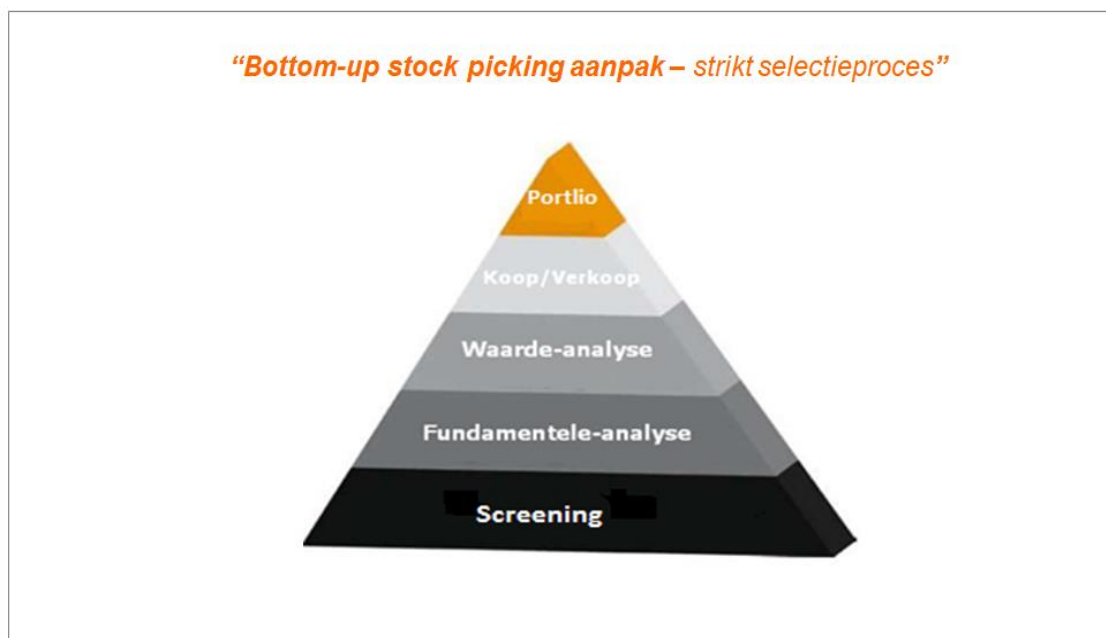
Het Fonds profileert zich als een typische lange termijn belegger: de meerderheid van de ondernemingen is al drie tot dertien jaar in portefeuille. Van de 14 participaties in portefeuille per ultimo 2019 zijn er zes zogenaamde *smallcaps* met een beurswaarde van minder dan € 500 miljoen en acht zogenaamde *midcaps* met een beurswaarde van meer dan € 500 miljoen. ASMI is met een beurswaarde per ultimo 2019 van € 5,1 miljard de grootste onderneming in portefeuille en Neways Electronics International is met een beurswaarde per ultimo 2019 van € 121 miljoen de kleinste in portefeuille. Per eind 2019 was bijna 33% van de portefeuille belegd in *smallcaps* en ruim 67% in *midcaps*.



Bron: AVFM

Het beleggingsuniversum bestaat uit circa 65 small- en midcap ondernemingen die van Nederlandse oorsprong zijn dan wel statutair in Nederland zijn gevestigd. De totale beurswaarde van deze ondernemingen bedraagt op dit moment ruim € 100 miljard. Deze ondernemingen zijn veelal wereldwijd actief. Slechts enkele ondernemingen zijn alleen actief in de Benelux. Via een 'bottom-up stock picking' aanpak – *diepgaande fundamentele en waarde analyse* – worden minimaal 10 en maximaal 25 ondernemingen geselecteerd die worden opgenomen in de portefeuille.

Wij maken geen gebruik van technische analyse. In de piramide hieronder is van beneden naar boven het beleggingsproces weergegeven.



Bron: AVFM

De inrichting van de portefeuille van Add Value Fund is tevens onderhevig aan de mate van liquiditeit van de verschillende beleggingen. Er wordt onderscheid gemaakt tussen redelijk tot goed liquide beleggingen (veelal midcaps) en minder goed liquide beleggingen (veelal smallcaps).

Voor de minder liquide beleggingen hanteren wij een hogere rendementseis dan voor de meer liquide beleggingen. De portefeuille van Add Value Fund bestaat voor ten hoogste eenderde uit minder liquide aandelen en voor tenminste tweederde uit redelijk tot goed liquide beleggingen.

Binnen het beleggingsuniversum zijn wij continu op zoek naar ondergewaardeerde ondernemingen die wereldwijd actief zijn in structurele groei- en/of nichemarkten met een focus op 3 kernpijlers:

- 1) **Winstgroei**
- 2) **Waardecreatie**
- 3) **Duurzaam dividend**

- Onder winstgroei wordt verstaan een toename van de samengestelde groei van de winst per aandeel op de lange termijn van circa 7,5% of meer op jaarbasis. De winstgroei van een onderneming is de fundamentele basis voor de koersontwikkeling en waardering van het betreffende aandeel;
- Waardecreatie ontstaat uit het rendement dat wordt gemaakt op ingehouden winsten waarbij gekeken wordt naar rendement op eigen vermogen, rendement op investeringen en rendement op vrije kasstroom van meer dan 10%. Investeringen in productiecapaciteit, onderzoek en ontwikkeling en innovatie leiden doorgaans tot een hogere ondernemingswaarde;
- Duurzaam dividend is de basis voor een aanvangsrendement op de investering die doorgaans jaarlijks 2,5% of meer moet bedragen afhankelijk van de groeiestrategie van de onderneming.

Wij hebben de sterke overtuiging dat ondernemingen met een consistente en bovengemiddelde winstgroei, zowel in goede als in slechte economische tijden, tegen een hogere beurswaardering worden verhandeld dan langzaam of niet groeiende ondernemingen met een onvoorspelbaar winstkarakter. De geschiedenis heeft laten zien dat lange termijn winstgroei – *door alle economische cycli* – uiteindelijk de waarde van een onderneming doet toenemen en daarmee de aandelenkoers laat stijgen.

Naast de hierboven genoemde 3 kernpijlers van de beleggingsfilosofie is er nog een aantal kwaliteitskenmerken waaraan een onderneming dient te voldoen:

- Bewezen en toekomstbestendig bedrijfs- en verdienmodel;
- Succesvol en betrouwbaar management met een goede staat van dienst;
- Heldere strategie, ambities en doelstellingen;
- Marktleider of top-3 positie in de desbetreffende bedrijfstak;
- Actief in groeisectoren met voorkeur voor een hoogtechnologisch en innovatief karakter;
- Sterke financiële resultaten met bewezen en consistente groei van de winst per aandeel;
- Gezonde balansverhoudingen waarbij wordt gekeken naar de solvabiliteit, rentedekking en de verhouding tussen netto schuld en bruto bedrijfsresultaat.

## Beleggingsstrategie 2019 en verder

De beleggingsstrategie (zoals vanaf pagina 12 staat omschreven) beoogt een goed gediversifieerde portefeuille van eersteklas Nederlandse small- en midcap ondernemingen aan te houden die in staat zijn om ook onder meer uitdagende economische omstandigheden een bovengemiddeld resultaat te realiseren bij een beneden gemiddeld risicoprofiel.

De selectie vindt plaats op basis van een zogenaamde *bottom-up stock picking* aanpak, waarbij de kwaliteit van de onderneming en het opwaartse beleggingspotentieel centraal staan. Bijna alle ondernemingen die momenteel in de portefeuille worden gehouden, zijn anno 2020 *leaner* en *meaner* en staan er beter voor dan ooit tevoren.

Een aantal ondernemingen in portefeuille staat aan de vooravond van een periode van versnelde groei, mede omdat zij in hun ontwikkeling zijn terecht gekomen in het stijf oplopende deel, ofwel de *sweet spot* van de S-curve.

Er wordt vanwege een te ongunstig risico/rendementsverhouding nog steeds niet belegd in financiële instellingen, food- en non-food retailers en pure bouw-, olie- en gasondernemingen.

Tevens belegt het Fonds niet in *turn-around* ondernemingen en/of probleemgevallen. Door de gerichte investeringskeuzes en weging binnen de portefeuille vinden er relatief weinig mutaties plaats wat het rendement van het Fonds ten goede komt. De geconcentreerde portefeuille met uitgesproken keuzes bevat thans 14 participaties wat een afspiegeling vormt van de strenge investeringscriteria.

## Beleggingsportefeuille

De beleggingsportefeuille bestaat per 31 december 2019 uit de volgende 14 participaties (op volgorde van weging van hoog naar laag):



Chipmachineproducent voor de halfgeleiderindustrie. Sterke marktposities in zowel de *front-end* als de *back-end* (via een 25%-belang in ASM PT, genoteerd aan de effectenbeurs van Hongkong) van de chipindustrie. ASMI is toonaangevend en de absolute wereldmarktleider (> 50% marktaandeel) op het gebied van (PE)ALD-chipmachines. Naar deze chipmachines zal de komende jaren een sterke vraag ontstaan door de technologietransitie en de vraag naar steeds kleinere, krachtigere en energiezuinige chips. Deze geheugen- rekenchips zijn namelijk nodig voor o.a. kunstmatige intelligentie, zelfrijdende auto's en het nieuwe 5G telecomnetwerk.

ASMI heeft in 2019 uitzonderlijk goed gepresteerd. Alle records qua orderboek, omzet en nettowinst werden ruimschoots gebroken. De jarenlange investeringen in *human capital*, innovatie en *research & development* betaalden zich in het boekjaar uit.

De juiste lange termijn strategie, vasthoudendheid en goede executie van het management heeft de onderneming en haar aandeelhouders het afgelopen boekjaar geen windeieren gelegd. Ondanks de sterke koersperformance in 2019 en het nagenoeg bereiken van onze de som-der-delen van circa € 125 per aandeel is ASMI ten opzichte van concurrenten nog steeds ondergewaardeerd.

Met de aankomende investeringsgolf in 5nm en 3nm chips is het groeipotentieel van de ALD-technologie maar ook Epitaxy- en PECVD-technologieën nog ongekend hoog.

2020 belooft dan ook weer een nieuw recordjaar te worden en een overname door 5% aandeelhouder en concurrent Tokyo Electron sluiten we niet uit.



Chipmachineproducent (*back-end*) aan de semiconductor industrie van Nederlandse oorsprong maar met wereldwijde vestigingen in Europa, Azië en Noord-Amerika. Sinds een transformatie in 2008 is de schaalomvang en marktpenetratie van BESI significant toegenomen.

De strategische positionering in *Advanced Packaging* heeft geresulteerd in een versterking van de omzetgroei en in steeds hogere brutomarges, die veruit de hoogste in de sector zijn.

Een continu proces van rationalisatie, waaronder verplaatsing van de productie van Europa naar Azië, heeft ervoor gezorgd dat de kwaliteit van de nettowinst sterk is verbeterd. Besi heeft, net als ASMI, een hoge kasstroom en een riant netto kaspositie waardoor de onderneming eigen aandelen kan inkopen en een groot gedeelte van haar nettowinst uitkeert.

Besi bereidt zich vanuit de bestaande krachtige marktpositie voor op de volgende groeifase, met name in China. De beurskoers is op de verbeterende vooruitzichten het afgelopen jaar al sterk opgelopen, maar biedt onzes inziens nog voldoende opwaarts koerspotentieel.

Na twee jaar van forse omzetkrimp en winstdalingen zal 2020/21 het kantelpunt worden voor een sterk marktherstel. Besi moet in deze aankomende *'up-turn'* met haar leidende positie in *best-in-class* chipmachines en bewezen technologievoorsprong de komende jaren daarvan maximaal kunnen profiteren.

Het aandeel is momenteel *'the best of both worlds'* – hoge winstgroei en een hoog dividendrendement.

## HunterDouglas

De absolute wereldmarktleider in raambekleding (o.a. Luxaflex) hanteert een ijzersterk bedrijfs- en verdienmodel waarmee de onderneming goede rendementen weet te realiseren. Er wordt gestaag marktaandeel gewonnen in de volwassen markten van Noord-Amerika en Europa. 2019 bracht wederom een nieuw recordjaar. Ondanks lichte volumekrimp in hun grootste thuismarkt Amerika, weet de onderneming door volume groei in Europa, kostenverlagingen, prijsverhogingen en overnames de omzet en winst te verhogen.

Daarnaast heeft Hunter Douglas een aantal niet-kernactiviteiten verkocht in 2019 die minder goed rendeerden maar wel bijdroegen aan de omzet en winst.

De *shop-at-home* en *e-commerce* formules groeiden het afgelopen boekjaar het sterkst. In dit segment deed Hunter Douglas ook een aantal grotere overnames. Deze activiteiten maken nu tezamen al een belangrijk onderdeel uit van de groepsomzet en behalen bovengemiddelde winstmarges.

Ondanks de recordresultaten is de beurskoers fors achtergebleven bij de bedrijfsprestaties. Wij zijn dan ook van mening dat de onderneming sterk is ondergewaardeerd. Op basis van de waardering van soortgelijke beursgenoteerde concurrenten en goede vooruitzichten zou de beurskoers ruimschoots moeten kunnen verdubbelen. Wij handhaven daarom onze hoging weging in portefeuille.

## FLOW ■ TRADERS

Liquiditeitsverschaffer en Europees marktleider in Exchange Traded Products (ETPs) die in juli 2015 de beursgang naar Euronext Amsterdam maakte. Met handelsactiviteiten in Europa, Amerika en Azië kan Flow Traders op alle internationale beurzen 24 uur per dag liquiditeit verschaffen in verschillende asset



*classes*. De groep blinkt uit door 'state-of-the-art' informatie- en risicosystemen, waardoor het verdienmodel nagenoeg risicoloos ten uitvoer wordt gebracht. Dit blijkt ook wel uit het aantal zeer geringe verliesdagen sinds oprichting in 2004.

De winsten worden behaald door te arbitreren tussen de kleine prijsverschillen van de ETPs – voornamelijk Exchange Traded Funds (ETFs) – en die van de onderliggende waarden.

Nadat 2018 een recordjaar was, was 2019 een middelmatig jaar. Dit kwam voornamelijk door de lagere koersvolatiliteit en de minder dan verwachte winstontwikkeling in Amerika. De onderneming heeft ondanks een behoorlijk lagere nettowinst fors uitgebreid in personeel (+18%), technologie, handelsplatformen, tegenpartijen en *asset classes*. Tegen deze achtergrond verwachten wij – naarmate de koersvolatiliteit weer aantrekt op de financiële markten – dat de nettowinst en de beurswaardering aanzienlijk zal toenemen. Het recent aangekondigde aandeleninkoopprogramma ter waarde van € 20 miljoen (ruim 2% van beurswaarde) en het verhogen van de *pay-out ratio* naar 78% sterken ons in deze aanname.



Hightech onderneming met een eersteklas *portfolio* van slimme technologische oplossingen voor verschillende eindmarkten. In Nederland loopt Nedap voorop met technologische innovaties in de gezondheidszorg. Daarnaast is Nedap Europees marktleider in beveiligingsoplossingen en wereldmarktleider in hard- en softwareoplossingen voor de retailmarkt (RFID voorraadmanagementsysteem) en de veehouderij (sensoren en voerstation).

In tegenstelling tot 2018 is 2019 een overgangsjaar voor Nedap. De deelneming in Nedap France werd in het boekjaar volledig verkocht, een nieuw Management Board werd geïntroduceerd en een nieuwe CFO wordt binnenkort op de AvA voorgedragen.

De negatieve gevolgen van de Afrikaanse varkenspest voor de marktgroep Livestock Management en de aanhoudende uitdagende marktomstandigheden in de retailmarkt wogen te zwaar om de groei in de overige marktgroepen Healthcare, Identifications Systems, Light Controls en Security Management te compenseren.

Desondanks groeide de onderneming sterker in de tweede jaarhelft dan in de eerste zes maanden. Ook de sterke groei (>20%) uit wederkerende dienstenomzet ging in 2019 onverminderd door en bedraagt inmiddels 23% van de groepsomzet.

Ondanks een minder goed jaar, maar vanwege de verkoopopbrengst van Nedap France, houdt de onderneming het hoge dividend op peil en keert het eenmalig een superdividend uit.

Wij verwachten dat Nedap vanaf 2020 een nieuwe groeifase ingaat. Op termijn moet Nedap in staat zijn om een omzetniveau te realiseren van € 300 mln (2019: € 191,5 mln) met een bijbehorende nettowinst van tenminste € 30 mln.



Technologiebedrijf dat zich binnen drie business segmenten (Telecom, Building en Industrial) focust op zeven verticale groeimarkten (fiber optic networks, care, tunnel & infra, parking, marine & offshore, machine vision en tire building industry) en bovengemiddelde groei en waardecreatie, verbonden aan sterke groeitrends en de hoogst mogelijke ROCE (Return on Capital Employed) en ROS (Return on Sales). De groei zal de komende jaren in toenemende mate voortkomen uit de inzet van vier kerntechnologieën: vision & security, communication, connectivity en manufacturing systems.

Op 12 juni 2019 kondigde TKH een 'Simplify & Accelerate'-programma aan om de ROS te verhogen naar tenminste 15% (1H2019: 10,3%) en de ROCE naar 22% tot 25% (1H2019: 18,7%).

Inmiddels is er voor € 250 mln van de beoogde € 300 tot 350 mln aan minder goed renderende activiteiten verkocht. Deze hernieuwde focus moet uiteindelijk leiden tot een hogere omzetgroei en winstmarges.

Daarnaast gaat TKH de verkoopopbrengsten aanwenden voor snelgroeiende en bovengemiddelde winstgevendende acquisities, zoals het optisch metrologisch bedrijf FocalSpec uit Finland en het Duitse vision-technologiebedrijf SVS-Vistek. Dit alles moet na een jaar van winststagnatie leiden tot een efficiëntere organisatie en een hogere organische groei. Wij zijn ervan overtuigd dat TKH door deze maatregelen de voorgenomen doelstellingen binnen drie tot vijf jaar zal gaan realiseren. Een *re-rating* van het aandeel ligt dan voor de hand.



Van een printplatenproducent is het vijftigjarige Neways Electronics International uit Son getransformeerd in een Europese top-5 Electronic Manufacturing Services (EMS) Lifecycle Partner. Neways is actief in vijf kernsegmenten: Automobiel, Halfgeleider, Industrie, Medisch en Defensie.

De onderneming wist de afgelopen jaren sterk autonoom te groeien naar een recordomzet van ruim een half miljard euro. De segmenten Automobiel (e-mobility) en Halfgeleider (grootste klant ASML) droegen daar het sterkst aan bij.

De keerzijde van deze sterke groei was het afgelopen boekjaar het beste zichtbaar in de dalende winstmarges. Extra inleenkrachten en inefficiënte werkmaatschappijen zorgden voor onder- en overbezetting in de organisatie wat het resultaat onder druk zette.

Inmiddels staat er een nieuwe CEO aan het roer en is de flexibele schil aan het huidige omzetriveau aangepast. Onder normale marktomstandigheden en een goede executie moet Neways in staat zijn, net als in het verleden en evenals sommige concurrenten, om EBIT-marges van circa 5% te realiseren.

Indien dit bewaarheid wordt, dan sluiten wij een ruime koersverdubbeling, vanaf het huidige lage koersniveau en net boven de zichtbare intrinsieke waarde, zeker niet uit. Immers, Neways was in 2018 al goed op weg toen de beurskoers piekte tot € 18,60.



Producent en wereldmarktleider op het gebied van elektromagneten en mechatronische systemen die een brede toepassing genieten in de industriële en automotive sector. 2019 was een 'perfect storm' jaar voor Kendrion waarin de wereldwijde autoverkopen en de Duitse maakindustrie zwaar onder druk stonden.

Toch houdt topman Joep van Beurden onverminderd vast aan het strategische plan 'Simplify – Focus – Grow' waarbij een EBITDA-margin van 15% en een Return On Invested Capital (ROIC) van tenminste 20% voor 2023 in het vooruitzicht worden gesteld.

De onderneming wist de afgelopen jaren de kosten met ruim € 25 mln op jaarbasis terug te brengen en tegelijkertijd investeerde Kendrion in drie speerpunten: auto's (focus op zelfrijdende, elektrische en verbonden auto's), industriële magneetremmen voor o.a. robots en China.

Alhoewel China nog relatief klein is ten opzichte van de groepsomzet (< 10%), groeit het sterk met meer dan 20% op jaarbasis en ziet de pijplijn er voor de komende jaren veelbelovend uit.

Naast organische groei-initiatieven wist Kendrion in het boekjaar een belangrijke strategische acquisitie te doen. De onderneming maakte slim gebruik van de kapitaalmarkt om 'onderhands' 10% van het uitstaande aandelenkapitaal te plaatsen bij bestaande (ook AVF) en nieuwe aandeelhouders.

Hiermee haalde de onderneming ruim € 30 mln op om de overname van het Duitse industriële magnetenbedrijf Intorq mede te financieren. Kendrion betaalde in totaal € 80 mln en voegt € 57 mln omzet aan haar industriële (magneet)remmendivisie toe. Ondanks een 'verwatering' van 10% verwacht Kendrion door de overname de winst per aandeel met 10% te laten groeien.

Deze overname versterkt Kendrion in de hoogrenderende magneetremmen *business* en tegelijkertijd wordt Kendrion minder afhankelijk van de cyclische automobiemarkt. De automotive divisie is na de overname nog goed voor circa 55% (was ruim 65%) van de groepsomzet.

Wij hebben er het volste vertrouwen in dat Kendrion voor 2023 haar doelstellingen gaat realiseren. Een sterker dan verwacht herstel in de automobielandustrie zou dat proces kunnen versnellen.

Een koersverdubbeling, vanaf het huidige lage niveau, ligt dan in het verschiet.



Opgericht in 1975 door entrepreneur Jan Aalberts, is net als ASMI, goed op weg om de volledige *S-curve* te doorlopen naar € 7,5 miljard beurswaarde. De onderneming ging in 1987 naar de Amsterdamse beurs voor een beurswaarde van € 40 mln. Inmiddels is deze beurswaarde meer dan verhonderdvoudigd naar ruim € 4,5 miljard. De onderneming heeft zich onder leiding van CEO Wim Pelsma de afgelopen jaren getransformeerd van industrieel toeleverancier naar technologie-onderneming.

Aalberts is actief in vier business segmenten: installatie-, materiaal-, industrieel- en klimaattechnologie. Op de Capital Markets Day van 4 december 2019 scherpste Aalberts het '*Focussed Acceleration*' programma 2018 – 2022 nog verder aan.

De organische groei van gemiddeld 3% wordt verder aangejaagd door de innovatieve producten en diensten (minder dan 3 jaar oud) te verhogen van 10% naar 20% van de groepsomzet.

Investerings in R&D worden verhoogd naar ruim 4% van de groepsomzet, ofwel ruim € 120 mln per jaar. Daarnaast voert Aalberts de investeringen (CAPEX) op naar € 140 mln tot 150 mln per jaar.

Tevens gaat de onderneming meer focussen op productoptimalisatie en op marktposities met een sterk concurrentievoordeel. Door deze rationalisatie gaat Aalberts de komende jaren voor € 300 mln tot € 350 mln aan omzet desinvesteren, het voorraadniveau met € 100 mln tot € 150 mln terugbrengen en voor € 100 mln tot € 200 mln aan winstgevendende omzet bijkopen.

Operational excellence, focus, klustering en simplificatie moeten leiden tot minder locaties (> 30 sluiten), betere optimalisatie van fabrieken en servicelocaties, van 10 naar vier eindmarkten en van 10 naar vijf technologieën.

Dit alles moet resulteren in een nog sterker en beter Aalberts. Als de onderneming erin slaagt om de aangescherpte strategie ten uitvoer te brengen dan zal de EBITA-marge verbeteren met 1,3%-punt tot 1,9%-punt en de Return On Capital Employed (ROCE) tussen de 2,4%-punt en 4,2%-punt.

Wij zijn ervan overtuigd dat Aalberts vóór haar 50-jarig bestaan (2025) de € 7,5 miljard beurswaarde gaat overstijgen.



Funderingsspecialist Sif Holding uit Roermond maakte op 12 mei 2016 haar beursdebuut (IPO) tegen € 14,- per aandeel. De onderneming is Europees marktleider van stalen funderingen (XL monopiles) die worden gebruikt bij de constructie van offshore windparken.

De nog relatief jonge en grotendeels subsidie gedreven offshore windindustrie zorgde de afgelopen jaren voor wisselende resultaten. Recordjaar 2016 (nettowinst € 37,3 mln), toen de beurskoers piekte op € 25,35, werd in 2018 afgewisseld met het eerste verliesjaar (€ 2 mln). In dat jaar bereikte de beurskoers een dieptepunt van € 8,72.

Inmiddels staat de beurskoers weer boven de IPO-prijs en is Sif in rustiger vaarwater gekomen.

De 2019 resultaten laten een herstel zien, zowel de contributiebijdrage als het orderboek stijgen.

Ook de tenderactiviteiten nemen weer toe. Ondanks de vertraging van het gewonnen eerste grote Amerikaanse Vineyard offshore windproject van 103 kiloton (maximale capaciteit Sif 300 kiloton) zijn de vooruitzichten vanaf 2020 en daarna veelbelovend.

Er is de komende jaren meer vraag, door grote projecten in de UK, Duitsland, Frankrijk, Denemarken en Nederland, dan capaciteit. Dit betekent dat Sif in staat moet zijn om de prijzen te verhogen en efficiënt moet kunnen produceren zodat de winstmarges weer stijgen richting de niveaus uit 2016/17.

Ook buiten de Noordzee liggen er kansen voor Sif. Recent heeft de onderneming haar eerste Japanse order binnengehaald voor 33 monopiles (25 kiloton) die in Rotterdam op de Maasvlakte II worden geproduceerd. Met de grotendeels gedane investeringen voor de nieuwe designmethode, Pisa, is Sif toekomstbestendig en klaar voor een nieuwe groeifase. Vanaf de tweede jaarhelft 2020 verwachten wij dan ook een duidelijk resultatenherstel en een herwaardering van het aandeel.



Handelshuis via verschillende dochterondernemingen in *soft commodities*. De onderneming is Europees marktleider in specerijen, noten, kruiden en gedroogd fruit. Daarnaast is Acomo de grootste onafhankelijke theehandelaar in de wereld en de nummer twee in zonnebloempitten. Tevens is de onderneming actief in de lucratieve Europese voedingsingrediëntenmarkt.

Ondanks de groeiende vraag naar *soft commodities* zijn de prijzen van de meeste belangrijkste productsoorten, zoals peper, de afgelopen jaren fors gedaald. Dit komt met name door de goede oogsten en betere productiemiddelen van de boeren. Dit is een van de belangrijkste oorzaken waarom de nettowinst van Acomo de afgelopen jaren is gestagneerd rond de € 30 mln.

Echter, de handelsteams wisten in de tweede jaarhelft van 2019 een goede prestatie neer te zetten waardoor de nettowinst over geheel 2019 toenam met 3% naar € 32,1 mln.

Vanwege de relatief lage schuldpositie, hoge solvabiliteit en sterke kasstroom verhoogde Acomo het dividend met 10% naar € 1,10 per aandeel.

Een grotere acquisitie, zoals in 2010, zou de winstgroei kunnen versnellen en de groepsomzet kunnen verhogen naar circa € 1 miljard (omzet 2019: € 701 mln). Het defensieve karakter verandert dan in dat van een groeionderneming. Dit zou de waardering en de beurskoers, net als in 2010, een flinke impuls kunnen

geven. Tot die tijd blijft Acomo met een dividendrendement van circa 5% een aantrekkelijk dividendaandeel en wordt de belegger ruimschoots beloond voor het wachten.

## **Brunel** access to excellence

Europese detacheerder op het gebied van financiële-, IT-, Legal- en Marketingspecialisten en ingenieursdiensten. Daarnaast wereldmarktleider in energie-gerelateerde 'white collar' diensten.

Brunel is in de periode 2014 – 2018 door een diep dal gegaan vanwege de gevolgen van de sterke daling van de olieprijs, waardoor de inkomsten van de grootste (energie)divisie aanzienlijk krompen.

In 2019 was Brunel goed op weg voor een sterk resultatenherstel, maar een groot verlieslatend project in Amerika, van maar liefst € 23 mln, gooide roet in het eten.

Deze activiteiten van Brunel Industry Services zijn inmiddels gesloten. Naast deze eenmalige tegenvaller stonden de resultaten van Brunel Nederland, net als voorgaande jaren, onder druk. Door schaarste op de arbeidsmarkt kon Brunel te weinig nieuwe medewerkers aantrekken met de juiste 'skills' en namen opdrachtgevers Brunel-medewerkers over waardoor de omzet terugliep.

Ondanks de lastige marktomstandigheden in Duitsland, met name door de neergang in de auto- en maakindustrie, presteerde Brunel Duitsland goed. De olie- en gasactiviteiten lieten een omzetherstel zien en Brunel Midden-Oosten en India presteerden uitstekend.

2019 kan worden omschreven als het jaar met twee gezichten. Brunel is ondanks het oplaaiende coronavirus voorzichtig optimistisch voor 2020.

## **LUCAS BOLS**

Lucas Bols is het oudste gedistilleerd merk ter wereld en een van Nederlands oudste nog actieve bedrijven. Opggericht in 1575 voert Lucas Bols anno 2019 wereldwijd (met uitzondering van de Verenigde Staten) de nummer één likeuren range en is de onderneming de grootste speler ter wereld in het jeneversegment.

De Bols-portefeuille bevat ruim 20 merken in een scala aan gedistilleerde producten die gebruikt worden voor het maken van cocktails, waaronder likeuren, jenevers, gin en wodka.

Het asset-light bedrijfs- en verdienmodel van de onderneming is aantrekkelijk voor haar aandeelhouders, omdat het een ruime vrije kasstroom genereert.

De komende jaren staan in het teken van een versterking van de Amerikaanse marktpositie, waardoor ook de autonome groei moet kunnen versnellen.

In 2016 werd een joint-venture met Rémy Cointreau overeengekomen inzake de exploitatie van het iconische merk Passoã. Deze samenwerking heeft tijdelijk een versnelling teweeggebracht in omzet- en winstgroei van Lucas Bols. Echter, de afgelopen twee jaar blijft de omzet stabiel rond de € 92 mln en staat het bedrijfsresultaat onder druk door de sterke neergang van de regionale merken, zoals jenevers (Bols, Bokma, Hartevelt en Hoppe) en likeuren (Pisang Anbon, Zwarte Kip en Coebergh).

De wereldwijde merken (Bols likeuren, Passoã, Nuvo, Damrak Gin en Bols Vodka) voor cocktails moeten de groei aanjagen. De sleutel voor groei en succes van Lucas Bols ligt in Amerika, de grootste cocktailmarkt ter wereld. Daarnaast liggen er groeikansen in Azië, en dan met name in China.

Zolang Lucas Bols de omzetzaling van de regionale merken niet weet op te vangen door sterkere groei uit de wereldwijde merken blijft het lastig om de winstgevendheid te verbeteren. De onderneming is momenteel te groot voor het servet en te klein voor het tafellaken.

De enorme discount ten opzichte van beursgenoteerde concurrenten maakt Lucas Bols een aantrekkelijke overnameprooi. De drankenfamilie Nolet, met bijna 30% van het uitstaande aandelenkapitaal de grootste aandeelhouder, kan hierin een belangrijke rol spelen.

## **BASIC-FIT**

Met ruim 750 clubs en ruim een half miljard euro aan omzet de grootste en snelst groeiende 'value for money' fitnessketen van Europa. Basic-Fit heeft ruim 2,1 mln betalende leden en ruim 1,2 mln app-gebruikers. De onderneming heeft een zeer attractief bedrijfs- en verdienmodel: schaalbaar, asset light, wederkerende voorspelbare omzet en recessiebestendig.

Onder leiding van oprichter en grootaandeelhouder (16%) René Moos en durfinvesteerder 3i is de onderneming de afgelopen jaren stormachtig gegroeid (jaarlijkse omzetgroei 2014-2019: 26%).

Na een succesvolle beursgang in 2016 tegen €15,- per aandeel is de beurskoers inmiddels ruimschoots verdubbeld naar een nieuwe *all time high* van ruim € 35,-.

3i heeft via verschillende verkooptransacties haar belang teruggebracht naar 15%. Add Value Fund heeft eind 2019 meegedaan aan een onderhandse plaatsing tegen een aantrekkelijke discount en waardering van € 31,25 per aandeel.

Wij zijn van mening dat Basic-Fit zich in de *sweet-spot* van de *S-curve* bevindt. Op de Capital Markets Day van 7 november 2019 werd duidelijk dat er nog voldoende groeimogelijkheden zijn in de bestaande landen, Nederland, België, Luxemburg, Frankrijk en Spanje. De penetratiegraad voor mensen die fitnesssen is in deze landen nog laag in vergelijking met landen zoals Zweden. De groeiende vraag naar een gezondere levensstijl versterkt het effect dat de fitnessmarkt ook de komende jaren harder zal groeien dan het bbp.

De doelstelling van Basic-Fit is om in deze vijf landen jaarlijks meer dan 150 clubs te openen en binnen nu en 3 jaar te groeien naar tenminste 1.250 clubs. Er liggen al groeiplannen klaar om op termijn via nieuwe landen uit te breiden naar ruim 2.000 clubs.

Het ervaren en gepassioneerde managementteam heeft in het verleden bewezen dat via een militaire operatie (75 stappenplan!) en precisie de groei van het aantal clubs en de bijbehorende winstgevendheid wordt waargemaakt. Om deze groei te bereiken zijn technologie en data onmisbaar. Daarnaast heeft 3i als eigenaar van het zeer succesvolle Action, veel kennis en ervaring opgedaan in het opschalen en vinden van de juiste locaties.

Wij hebben er alle vertrouwen in dat Basic-Fit haar groeiplannen voor 2023 gaat realiseren. Als onze winstprognoses alsdan uitkomen, zal de beurskoers over die periode minimaal verdubbelen.

### **Doelstelling Fonds**

Add Value Fund streeft naar de opbouw en het beheer van een geconcentreerde portefeuille met voldoende diversificatie. Hiertoe worden ten minste 10 en ten hoogste 25 ondernemingen geselecteerd en in de portefeuille opgenomen. Op middellange termijn, waaronder een termijn van drie tot vijf jaar wordt verstaan, wordt een gemiddelde totale netto beleggingsopbrengst van ten minste 10% op jaarbasis nagestreefd. Deze netto-opbrengst is de som van gerealiseerde en ongerealiseerde koerswinsten plus dividendinkomsten minus de door het Fonds gemaakte kosten.



### Realisering van de doelstelling

In het boekjaar 2019 heeft Add Value Fund met een netto totaal beleggingsresultaat van +32,2% (op basis van de intrinsieke waarde per aandeel) ruimschoots aan de doelstelling voldaan. Ook op basis van een drie- en vijfjaars termijn voldoet het gemiddeld netto totaalrendement (op basis van de intrinsieke waarde per aandeel) op jaarbasis met respectievelijk +11,0% en +13,9% aan de doelstellingen van tenminste 10% op jaarbasis.

### Dividendvoorstel

Wij stellen voor over het boekjaar 2019 een dividend van € 1,25 per gewoon aandeel uit te keren op basis van het aantal uitstaande aandelen per 1 april 2020.

Onder voorbehoud van goedkeuring door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders zal dit dividend in contanten worden uitgekeerd.

### Vooruitzichten 2020 en verder

De vooruitzichten voor de ondernemingen in portefeuille blijven veelbelovend. Ondanks een afnemende wereldwijde economische groei zijn de participaties in portefeuille naar verwachting in staat om de door hen gerealiseerde winst sneller te laten groeien dan het bbp, bovengemiddeld waarde te creëren en een relatief hoog duurzaam contant dividend uit te keren.

Deze verwachting is gebaseerd op de sterke marktposities die de geselecteerde ondernemingen in hun respectievelijke bedrijfstak innemen.

Daarbij zijn nagenoeg alle ondernemingen wereldwijd actief in structurele groei- en/of nichemarkten – sectoren, zoals vergrijzing, (groene) technologie, Internet-of-Things, halfgeleiders, *cloud computing*, agritech, offshore wind, e-cars, veiligheid en bescherming en food commodities.

Onze ondernemingen weten zich te onderscheiden door de succesvolle toepassing van intern ontwikkelde innovaties die, ook in een meer uitdagende marktomgeving, voor een bestendiging van het tempo van de winstgroei kunnen zorgen. Tenslotte is er van tijd tot tijd het effect van strategische en waarde-toevoegende acquisities.

Anno 2020 staan deze kwaliteitsondernemingen er goed voor en zullen sommigen naar verwachting wederom recordresultaten kunnen realiseren. De respectievelijke beurswaarderingen zijn in de meeste gevallen in 2019 fors opgelopen, maar de portefeuille biedt met een verwachte gewogen winstgroei van 20% in 2020, een gewogen 'earnings yield' van 7% en een gewogen dividendrendement van 3,5% voldoende opwaarts koerspotentieel. Tevens bieden inkoop eigen aandelen en dividendverhogingen voldoende koerssteun.

Daarnaast zijn door de ultralage kapitaalmarktrente en de enorme kasoverschotten van zowel strategische- als financiële partijen overnames niet uit te sluiten. Ook zullen er naar verwachting, net als CM.com, een aantal bedrijven in 2020 naar de beurs gaan. In 2019 zijn er daarentegen ook voorgenomen beursintroductions afgeblazen, zoals Leaseplan en Varo Energy. Beursexits waren er wel in 2019: Volkerwessels, Grandvision en recent NIBC.

Momenteel houdt het coronavirus de beurzen in haar greep. Ook zullen macro- en geopolitieke ontwikkelingen, zoals de Amerikaanse presidentsverkiezingen, het beleid van de centrale banken, valuta- en grondstofprijzen de financiële markten in beroering kunnen brengen. Koersvolatiliteit en de vlucht naar passief beleggen, ofwel niet-denkend kapitaal, zijn voor ons als 'stock picker' een enorme kans.

Al met al menen wij dat onder de huidige externe marktomstandigheden het mogelijk moet zijn om op lange termijn een totaal netto beleggingsresultaat van tenminste 10% op jaarbasis te realiseren. Dit blijkt ook wel uit het 10-jaars (2010 -2019) geannualiseerd nettorendement van 12,4%.

## **Duurzaamheid en maatschappelijke betrokkenheid**

### **Inleiding**

Add Value Fund Management, beheerder van Add Value Fund, neemt haar verantwoordelijkheden als gedelegeerd belegger in beursgenoteerde Nederlandse small- en midcap aandelen. Add Value Fund heeft als beleggingsinstelling de morele plicht om maatschappelijk verantwoord te opereren. Vanuit deze maatschappelijke verantwoordelijkheid beleggen wij niet in ondernemingen die stelselmatig overtredingen plegen op het gebied van mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. Add Value Fund Management heeft voor haar beleggingen in Add Value Fund gekozen voor een samenwerking met een gespecialiseerd bedrijf op het gebied van duurzaam beleggen, namelijk Sustainalytics. Sustainalytics is opgericht door Triodos Bank, MeesPierson en PGGM en is een van de leidende bedrijven op het gebied van MVO (Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen) screening.

### **Beleid**

In ons beleggingsbeleid voldoen wij aan alle op ons van toepassing zijnde wet- en regelgeving. Daarnaast houden wij rekening met internationaal aanvaarde principes en internationale verdragen. Centraal binnen ons Verantwoord Beleggingsbeleid staan de tien UN Global Compact Principles. Deze uitgangspunten in ons Verantwoord Beleggingsbeleid worden toegepast op alle deelnemingen in de portefeuille van Add Value Fund. De UN Global Compact Principles verwijzen naar de Universal Declaration of Human Rights, RIO Declaration on Environment and Development, UN Convention against Corruption en de International Labour Organization's Declaration of Fundamental Principles and Right at Work.

### **Implementatie**

Add Value Fund Management heeft op basis van de tien UN Global Compact Principles concrete 'non-compliant criteria' afgeleid. Deze criteria hebben betrekking op mensenrechten, arbeidsvoorwaarden, milieu en anticorruptie. In opdracht van Add Value Fund Management analyseert Sustainalytics op kwartaalbasis het voor Add Value Fund relevante beleggingsuniversum op deze non-compliant criteria. Het resultaat is een lijst – 'zwarte lijst' genaamd – van bedrijven die stelselmatig handelen op een wijze die in strijd is met de UN Global Compact Principles.

Add Value Fund belegt, zolang de non-compliant situatie voortduurt, niet in door dit bedrijf uitgegeven effecten. Non-compliant zijn bijvoorbeeld bedrijven die direct betrokken zijn bij de productie of het onderhoud van controversiële wapens, zoals clusterwapens. Dergelijke bedrijven handelen in strijd met Principe 2 van de UN Global Compact Principles. Dit principe stelt dat bedrijven zich actief zullen inzetten om schending van de mensenrechten te voorkomen.

### **Toetsing beleid**

Ieder kwartaal laten wij Sustainalytics ons gehele beleggingsuniversum en alle posities waarin wij beleggen, toetsen op compliance met de UN Global Compact Principles. Hiermee is sprake van een 100% toetsing van ons duurzame beleggingsbeleid. In 2019 zijn alle bedrijven in onze portefeuille compliant geweest.



### **Verantwoord beleggingsbeleid**

De doelstelling van het beheer door Add Value Fund Management is het optimaliseren van de beleggingsresultaten, met inachtneming van risico's in brede zin. In dit proces neemt Add Value Fund Management de discretionaire verantwoordelijkheid op zich als het gaat om het beleggen van gelden van derden. Dit betekent dat Add Value Fund Management rekening houdt met zowel financiële als niet-financiële overwegingen die invloed kunnen hebben op de uiteindelijke keuze van de beleggingen.

Add Value Fund Management concretiseert dit door de ondernemingen waarin wordt belegd zo goed mogelijk zelfstandig te analyseren. Doordat wij bestuurders regelmatig spreken, bedrijven bezoeken en actief aanwezig zijn op de jaarvergaderingen, hebben wij een goed inzicht in de kansen en bedreigingen van de bedrijven. Engagement met het bedrijf en haar relevante stakeholders helpen ons het potentieel van waardecreatie van het bedrijf in te schatten, alsmede zo nodig te beïnvloeden en te vergroten. Dit proces beschouwen wij als een essentieel onderdeel van ons bottom-up beleggingsbeleid.

Binnen dit kader wordt ook niet-financiële waardecreatie op lange termijn steeds meer op waarde geschat door aandeelhouders en door de maatschappij. Dit uit zich onder meer in het vertalen van negatieve externe effecten van bedrijfsvoering in financieel risico, zoals potentiële claims door vervuiling tijdens het productieproces of verkoop van producten die obesitas/longkanker/hoge zorgkosten veroorzaken.

Positieve externe effecten van bedrijfsvoering zijn bijvoorbeeld de lagere kosten die mantelzorgers behoeven te maken bij de uitvoering van hun takenpakket door toepassing van innovatieve automatisering (mogelijk gemaakt door Add Value Fund-participatie Nedap), of het verlagen van de CO2-uitstoot door het gebruik van offshore windparken (mede mogelijk gemaakt door Add Value Fund-participatie Sif Holding).

Deze positieve maatschappelijke veranderingen in combinatie met het financiële rendement leidt tot de door ons gewenste impact!

Add Value Fund Management ziet kansen voor bedrijven die positieve externe effecten kunnen opleveren. Via engagement en dialoog met bedrijfsbestuurders geven wij feedback aan en stimuleren wij deze bedrijven om de effectiviteit van hun bedrijfsvoering te verhogen. Daarbij opereren wij in de overtuiging dat het meewegen van niet-financiële factoren in de bedrijfsvoering het afbreukrisico van (een belegging in) een bedrijf verlaagt. Het feit dat Add Value Fund Management bij voorkeur belegt in ondernemingen met een hoogtechnologisch en sterk innovatief karakter, versterkt dan ook ons (indirecte) MVO-profiel. Immers, vernieuwende technologieën of diensten leveren vaak ondernemingen die een veel breder maatschappelijk resultaat opleveren.

### **Speerpunten**

Het optimaliseren van waardecreatie is een belangrijk speerpunt van Add Value Fund Management. Daarbij speelt innovatie een cruciale rol. De mate en kwaliteit van de innovatie bij onze deelnemingen is een van de parameters van ons verantwoord beleggingsbeleid.

Een tweede speerpunt is een zo optimaal mogelijke transparantie in de verschillende rapportages. Wij vinden dat de zogenaamde Rapportagetransparantie jaar-op-jaar zou moeten verbeteren.

### **Stembeleid Add Value Fund**

De beheerders van Add Value Fund zijn zoveel mogelijk fysiek aanwezig op de aandeelhoudersvergaderingen van de ondernemingen waarin wordt belegd. Voor zover relevant wordt een actieve rol vervuld tijdens deze vergaderingen.

In 2019 zijn wij aanwezig geweest op de aandeelhoudersvergaderingen van 13 participaties uit onze portefeuille. De AvA van Hunter Douglas vond traditiegetrouw plaats op Curaçao, waarbij wij niet aanwezig waren. In de bezochte vergaderingen is gebruik gemaakt van het stemrecht, waarbij in alle gevallen is ingestemd met de geagendeerde voorstellen.

### **Principles of Fund Governance**

Als Beheerder van Add Value Fund hebben wij zogeheten Principles of Fund Governance op onze website geplaatst. Deze principes zijn een vorm van zelfregulering waarbij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) richtlijnen en best practices heeft aangegeven. Het doel van de principes is het geven van nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en werkwijze van fondsbeheerders. Wij volgen deze richtlijnen.

### **Risico's**

Een overzicht van de risico's en onzekerheden waaraan de vennootschap en haar aandeelhouders zijn blootgesteld, vindt u in het prospectus van de vennootschap d.d. 22 juli 2014 (bladzijde 17: Risicofactoren). Het prospectus kan kosteloos worden aangevraagd bij de Beheerder dan wel geraadpleegd worden via de website van de beheerder ([www.addvaluefund.nl](http://www.addvaluefund.nl)). Onderstaand zijn de vijf meest significante risico's beschreven, wordt een inschatting gemaakt van hun 'impact' en worden de risicohouding van de Directie ten aanzien van deze risico's, de beheersingsmaatregelen ten aanzien van deze risico's en de manifestatie van deze risico's in het boekjaar aangegeven.

#### **1. Algemeen beleggingsrisico. Impact: hoog.**

Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door met een actief beleggingsbeleid te anticiperen op verwachte ontwikkelingen op de kapitaalmarkten poot de Directie dit risico te beheersen. De 'active share' van de geselecteerde beleggingen varieerde in de verslagperiode tussen 80% en 95% ten opzichte van de Amsterdam Midkap Index. Dit risico heeft zich in de verslagperiode voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het fonds. Add Value Fund presteerde in 2019 minder goed dan de Amsterdam Midkap Index.

#### **2. Selectierisico. Impact: hoog.**

Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door diversificatie in verschillende bedrijven en sectoren aan te brengen binnen de portefeuille poot de Directie dit risico te beheersen. Het aantal participaties in portefeuille varieerde gedurende de verslagperiode tussen 13 en 14. Dit risico heeft zich in het boekjaar gemanifesteerd en had een negatieve uitwerking op de intrinsieke

waarde van het fonds. Alle participaties behalve Flow Traders en Brunel International stegen in het verslagjaar. Behalve Flow Traders en Brunel International hadden alle overige participaties een positieve impact op het bruto rendement. Voor een volledig overzicht van alle participaties zie pagina 10 en 11 in het bestuursverslag.

### **3. Tegenpartijrisico. Impact: hoog.**

Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door actief spreiding aan te brengen binnen de beleggingsportefeuille van het fonds poogt de Directie dit risico te beheersen. Het gezamenlijke portefeuillegewicht van de 5 grootste beleggingen varieerde gedurende de verslagperiode tussen de 50% en 65%. Dit risico heeft zich in de verslagperiode niet voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het fonds.

### **4. Liquiditeitsrisico. Impact: aanzienlijk.**

Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. Door actief spreiding aan te brengen binnen de beleggingsportefeuille van het fonds en bij de beleggingsanalyse de liquiditeit van de belegging te betrekken, poogt de Directie dit risico te beheersen. Gedurende de verslagperiode kon steeds tenminste circa 20% of meer (exclusief liquiditeiten) van de portefeuille worden geliquideerd binnen 1 handelsdag zonder meer dan 33% van het handelsvolume uit te maken. Dit risico heeft zich niet in de verslagperiode voorgedaan binnen de beleggingsportefeuille van het fonds.

### **5. Hefboomrisico. Impact: beperkt.**

Dit risico wordt door de Directie acceptabel geacht en passend bij de beleggingsdoelstelling van het fonds. Het beperken van de mogelijkheid om tijdelijk vreemd vermogen te gebruiken ter financiering van de beleggingen acht de Directie niet wenselijk aangezien dit het beheer van het fonds zou bemoeilijken en de kans op het staken van de inkoop eigen aandelen zou vergroten. Door slechts in beperkte mate gebruik te maken van de mogelijkheid om vreemd vermogen aan te trekken poogt de Directie dit risico te beheersen. Gedurende de verslagperiode heeft het Fonds soms tijdelijk, door onttrekkingen, heel kort 'rood' gestaan.

Bovenstaande risico's worden door de Directie van Add Value Fund acceptabel geacht. Het afdekken van deze risico's is haars inziens niet wenselijk aangezien dit de kans op het behalen van een aantrekkelijk beleggingsrendement op de langere termijn te veel verlaagt. De Directie heeft echter wel mitigerende maatregelen genomen om deze risico's in de praktijk te beperken en in verhouding te brengen tot het beleggingsprofiel van het betreffende Fonds. Deze maatregelen zijn:

- het opstellen van fondsvoorwaarden waarin restricties worden gesteld aan het beleggingsbeleid;
- het publiceren van de fondsvoorwaarden waardoor deelnemers zich een beeld kunnen vormen van de risico's die verbonden zijn aan Add Value Fund en de bijbehorende mitigerende maatregelen;

- het aanstellen van een onafhankelijke bewaarder die doorlopend toeziet op de naleving van de fondsvoorwaarden en de mutaties van de geld- en effectenrekening van Add Value Fund;
- het aanstellen van een onafhankelijke administrateur die de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel verricht;
- de beheerder laat het dagelijks beheer van Add Value Fund uitsluitend verrichten door medewerkers met ruime ervaring op het gebied van institutioneel vermogensbeheer; daarnaast wordt het fonds in teamverband beheerd;
- Add Value Fund Management B.V. heeft een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen (AIFMD) en staat daardoor onder toezicht van AFM en DNB.

Van de vermelde risico's hebben met name de risico's die betrekking hebben op de daling van de intrinsieke waarde per aandeel als gevolg van de waardeverandering van de geselecteerde financiële instrumenten in de verslagperiode impact gehad op de vennootschap. Omdat de mate waarin dit risico zich heeft gemanifesteerd, niet heeft geleid tot overschrijding van de fondsvoorwaarden, dan wel een bijstelling van het risicoprofiel van de betreffende fondsen, heeft dit geen aanpassing casu quo verbetering van het risicomanagementsysteem tot gevolg gehad.

### **Beleggingsrestricties**

In financiële markten zijn rendement en risico onlosmakelijk met elkaar verbonden. Hiertoe heeft de Beheerder diverse kwalitatieve en kwantitatieve restricties ingebouwd om de risico's van de beleggingsportefeuille te beheersen. Deze luiden als volgt:

- de portefeuille omvat ten minste 10 en ten hoogste 25 ondernemingen;
- een individuele belegging kan ten hoogste 20% van de portefeuille-omvang uitmaken;
- elke individuele belegging is gemaximeerd tot een belang van 10% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming;
- onder normale omstandigheden dient minimaal 70% van de in portefeuille opgenomen beleggingen dividend betalend te zijn geweest in het laatst gepubliceerde boekjaar;
- de mogelijkheid bestaat om incidenteel optieposities in te nemen;
- er worden geen shortposities aangegaan;
- er worden geen aandelen in (ver)bruikleen gegeven;
- het is toegestaan te beleggen in van aandelen afgeleide, door de onderneming geëmitteerde financiële instrumenten, zoals converteerbare obligaties, (niet) cumulatief preferente aandelen en/of warrants;
- het is toegestaan leningen aan te gaan voor een korte termijn en alleen als overbruggingsfinanciering tot een maximum van 20% van het belegd vermogen;
- maximaal 75% van het belegd vermogen van het Fonds mag in de vorm van liquiditeiten worden aangehouden.

Naast de kwantitatieve beperkingen wordt de performance van de onderneming continu geëvalueerd om te bepalen of de operationele en financiële ontwikkelingen nog steeds de verwachte wijzigingen in de koersniveaus rechtvaardigen.

## **Beloningsbeleid Beheerder**

Het beloningsbeleid van de Beheerder is opgesteld aan de hand van ESMA Richtsnoer voor een goed beloningsbeleid in het kader van de AIFMD (0.07.2013 ESMA/2013/232) en is goedgekeurd door de Raad van Commissarissen van Add Value Fund N.V.

Gezien de specialistische aard van de werkzaamheden is de Directie van mening dat aan het personeelsbestand de hoogste eisen gesteld moeten worden in termen van kwaliteit en integriteit. Het beloningsbeleid dient aan te sluiten op dit streven. De remuneratie en de arbeidsomstandigheden dienen dermate aantrekkelijk te zijn dat 'best in class' medewerkers kunnen worden aangetrokken én worden behouden. Het aanbieden van een variabele beloningscomponent, naast een adequate vaste beloningscomponent, is hiertoe instrumenteel.

Het beloningsbeleid van de geïdentificeerde medewerkers van de Beheerder dient er op gericht te zijn om de collectieve prestatie te bevorderen. Voor differentiatie op grond van persoonlijke karakteristieken en/of (vermeende) prestaties is geen ruimte. Belangenconflicten tussen medewerkers onderling, medewerkers en Add Value Fund Management B.V. en medewerkers en aandeelhouders van Add Value Fund N.V. kunnen naar de mening van de Directie op deze wijze doeltreffend worden bestreden.

Alleen geïdentificeerde medewerkers van de Beheerder komen in aanmerking voor een vaste beloningscomponent. In het boekjaar is besloten dat een variabele beloningscomponent niet meer passend is in de huidige tijdsgeest. De *lock-up* periode van de verkregen aandelen Add Value Fund uit hoofde van de variabele beloning uit voorgaande jaren van minimaal 36 maanden blijft van kracht.

In het geval van Add Value Fund Management (3 FTE) zijn alle personeelsleden, Willem Burgers, Hilco Wiersma en Bastiaan Rogmans, gekwalificeerd als geïdentificeerde medewerkers. Jaap Westerling (onbezoldigd statutair bestuurder) heeft geen arbeidsovereenkomst met Add Value Fund Management B.V. en is derhalve geen (geïdentificeerde) medewerker.

Het beloningsbeleid dient aan te sluiten op de beleggingsdoelstelling van Add Value Fund N.V. zoals dit blijkt uit het Prospectus. Daarnaast dient het beloningsbeleid niet aan te zetten tot het nemen van onverenigbaar beleggingsrisico.

Belangenconflicten tussen medewerkers onderling, medewerkers en Add Value Fund Management B.V. en medewerkers en aandeelhouders van Add Value Fund N.V. dienen te allen tijde vermeden te worden. Het beloningsbeleid en de implementatie daarvan wordt eens per jaar door de Directie geëvalueerd.

Alle geïdentificeerde medewerkers ontvangen een marktconform bruto jaarsalaris. Tot en met 2018 was er geen sprake van pensioenopbouw door de werkgever. Vanaf boekjaar 2019 is echter een pensioenregeling ingevoerd. Geïdentificeerde medewerkers krijgen een dertiende maand, onbelaste onkostenvergoeding en vakantietoeslag (8% van bruto jaarsalaris). En ten slotte maken alle geïdentificeerde medewerkers aanspraak op een vergoeding inzake woon/werkverkeer.

De totale personeelskosten van de Beheerder Add Value Fund Management B.V. bedroegen over het boekjaar 2019 € 475.157.

Add Value Fund Management B.V. maakt geen gebruik van portefeuille- of risicomedewerkers bij uitbestedingspartijen.

Gezien de beperkte omvang van Add Value Fund Management B.V. en de niet complexe aard van de bedrijfsvoering acht de Directie het niet nodig om een remuneratiecommissie aan te stellen.

## **Verklaring bewaarder KAS BANK N.V. (CACEIS)**

### **Overwegende:**

- KAS BANK N.V. (“de bewaarder”) is aangesteld om op te treden als bewaarder van Add Value Fund N.V. (“het fonds”) uit hoofde van artikel 21(1) van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (2011/61/EU) (“AIFM Richtlijn”);
- De aanstelling van de bewaarder en de gemeenschappelijke rechten en plichten van de beheerder en de bewaarder zijn overeengekomen in de Depositary Agreement d.d. 22 juli 2014 die tussen deze partijen is gesloten, en de daarbij behorende bijlagen in de Depositary Agreement;
- De bewaarder verstrekt deze verklaring uitsluitend aan de beheerder in kader van de door de beheerder uitgevoerde activiteiten en heeft betrekking op de periode van 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 (“de verslagperiode”).

### **Verklaring van de bewaarder**

De bewaarder heeft die activiteiten uitgevoerd gedurende de verslagperiode die nodig zijn geacht om aan zijn verantwoordelijkheden te voldoen als bewaarder van het fonds. De bewaarder is van mening dat, op basis van de aan hem beschikbare informatie en de door de beheerder verstrekte verklaringen, de beheerder zijn taken die onderworpen zijn aan de monitorings- en toezichtstaken van de bewaarder in alle materiële aspecten heeft uitgevoerd in lijn met de regelgeving en fondsdocumentatie.

### **Overig**

Aan deze verklaring kunnen geen rechten worden ontleend. Deze verklaring is niet bedoeld om enige rechten te creëren, voor individuen of entiteiten die geen partij zijn bij de Depositary Agreement.

## **Verklaring omtrent de bedrijfsvoering**

Add Value Fund is een beleggingsinstelling in de zin van de Wft. Add Value Fund Management treedt op als Beheerder en is enig statutair directeur van het Fonds. Add Value Fund Management heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, toegekend door de AFM.

Add Value Fund Management beschikt over een beschrijving van de bedrijfsvoering die voldoet aan de eisen van de Wft en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (“Bgfo”). De Directie heeft gedurende de verslagperiode verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constatering gedaan op grond waarvan wij zouden moeten concluderen dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115y Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving.

Op grond hiervan verklaren wij als Directie van Add Value Fund te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 115y Bgfo, die voldoet aan de eisen van de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. Wij verklaren voorts met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering, waarvan risicomanagement onderdeel uitmaakt, gedurende de verslagperiode effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Amsterdam, 1 april 2020

De Directie, Add Value Fund Management B.V.

## **Jaarrekening 2019**

## Balans per 31 december 2019

(voor resultaatbestemming, bedragen in € 1.000)

		31 december 2019	31 december 2018
<b>Activa</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	1	101.189	96.506
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen	2	97	64
Overige vorderingen	3	1.317	1.167
		<b>1.414</b>	<b>1.231</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	4	2.404	4.630
		<b>2.404</b>	<b>4.630</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>105.007</b>	<b>102.367</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst kapitaal	5	4.548	5.724
Agioreserve	6	45.012	66.813
Algemene reserve	7	26.604	53.362
Onverdeeld resultaat	8	28.409	-23.748
		<b>104.573</b>	<b>102.151</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen	9	242	46
Te betalen beheervergoeding	10	151	147
Te betalen prestatievergoeding	11	-	-
Overlopende passiva	12	41	23
		<b>434</b>	<b>216</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>105.007</b>	<b>102.367</b>
<b>Intrinsieke waarde per aandeel</b>		<b>57,49</b>	<b>44,62</b>



## Winst- en verliesrekening 1 januari – 31 december 2019

(bedragen in € 1.000)

		01-01-2019 / 31-12-2019	01-01-2018 / 31-12-2018
<b>Bedrijfsinkomsten</b>			
Dividendinkomsten	13	4.008	4.346
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen	14	9.653	1.343
Ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen	14	16.506	-27.398
Overige bedrijfsinkomsten	15	221	184
Som der bedrijfsinkomsten		<b>30.388</b>	<b>-21.525</b>
<b>Bedrijfslasten</b>			
Bewaarkosten	16	27	21
Kosten depositary	17	18	21
Beheerkosten	18	1.747	1.993
Interest		20	44
Overige bedrijfslasten	19	167	144
Som der bedrijfslasten		<b>1.979</b>	<b>2.223</b>
<b>Netto resultaat</b>		<b>28.409</b>	<b>-23.748</b>

## Kasstroomoverzicht 1 januari – 31 december 2019

(bedragen in € 1.000)

	01-01-2019 / 31-12-2019	01-01-2018 / 31-12-2018
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Netto resultaat	28.409	-23.748
Aankopen	-3.844	-16.740
Verkopen	25.320	12.560
Waardeveranderingen	-26.159	-22.496
Mutatie overige vorderingen	-150	-102
Mutatie schulden	22	1.100
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten	<b>23.598</b>	<b>-3.613</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen bij (her-)plaatsing eigen aandelen	17.031	41.542
Betaald bij inkoop eigen aandelen	-39.845	-18.227
Dividenduitkeringen	-3.010	-1.746
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten	<b>-25.824</b>	<b>21.569</b>
<b>Netto kasstroom</b>		
Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten	23.598	-18.109
Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten	-25.824	21.569
	<b>-2.226</b>	<b>3.460</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>		
Liquide middelen begin boekjaar	4.630	1.170
Liquide middelen einde boekjaar	2.404	4.630
	<b>-2.226</b>	<b>3.460</b>

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

### Algemeen

Add Value Fund N.V. is een *open-end* beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal, zoals omschreven in artikel 2:76a van het Burgerlijk Wetboek en is voor onbepaalde tijd opgericht bij akte van 31 maart 2010, verleden voor notaris mr. K. Stelling te Amsterdam.

Het Fonds is statutair gevestigd te Amsterdam en is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34388204.

Add Value Fund opteert voor het fiscale regime van de fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt onder andere in dat het Fonds onderworpen is aan de Nederlandse vennootschapsbelasting tegen een tarief van 0%.

In beginsel dient de voor uitkering vatbare winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar aan de aandeelhouders te worden uitgekeerd. In het algemeen mogen koerswinsten op de beleggingen worden toegevoegd aan de algemene reserve.

De Aandelen zijn genoteerd op de effectenbeurs van Euronext te Amsterdam. Onder de voorwaarden zoals omschreven in het Prospectus kunnen Aandelen iedere handelsdag worden aangekocht dan wel verkocht. Onder bepaalde omstandigheden kan de inkoop van Aandelen (tijdelijk) worden opgeschort. De ISIN-code is NL0009388743. De symbol/ticker code van Bloomberg is AVFNV.

De jaarrekening is opgesteld conform in Nederland algemeen aanvaarde grondslagen voor financiële verslaggeving, in overeenstemming met Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en met de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Alle bedragen luiden in euro's, tenzij anders vermeld. Voor vergelijkingsdoeleinden zijn, daar waar nodig, de vergelijkende cijfers aangepast.

Het boekjaar van Add Value Fund N.V. loopt van 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019.

De jaarrekening is gecontroleerd door onze accountant Ernst & Young Accountants LLP (EY). De kosten hiervan staan vermeld onder toelichting jaarrekening overige bedrijfskosten. EY verricht geen andere werkzaamheden dan controlewerkzaamheden.

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

## **Waarderingsgrondslagen**

### **Algemeen**

De grondslagen voor waardering en resultaatbepaling, welke in overeenstemming zijn met Titel 9, Boek 2 van het Nederlands Burgerlijk Wetboek, richtlijnen voor het jaarverslag ('RJ') en met de Wet op het financieel toezicht ('Wft'), zijn niet gewijzigd ten opzichte van voorgaand jaar. De jaarrekening luidt in euro's. Activa en passiva worden gewaardeerd tegen nominale waarde, tenzij anders vermeld.

### **Waardering van beleggingen**

Financiële instrumenten worden bij de eerste opname verwerkt tegen reële waarde plus eventuele direct toerekenbare transactiekosten. Beursgenoteerde aandelen zijn gewaardeerd tegen de per balansdatum geldende beurskoers.

### **Liquide middelen**

Onder de liquide middelen zijn opgenomen banktegoeden die onmiddellijk opeisbaar zijn dan wel een looptijd hebben dan 1 jaar of korter. Liquide middelen worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

### **Vorderingen en kortlopende schulden**

Vorderingen en kortlopende schulden worden opgenomen tegen reële waarde en vervolgens tegen geamortiseerde kostprijs. Hieronder vallen onder meer, opgelopen nog niet uitgekeerde rente, betaalbaar gestelde nog niet ontvangen dividenden, verschuldigde nog niet in rekening gebrachte kosten en vergoedingen en overlopende bedragen betreffende uitgifte en inkoop van eigen aandelen. Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend naar euro op basis van de actuele valutakoersen.

### **Dividendinkomsten**

Dividenden worden in de Winst- en Verliesrekening verantwoord onder Dividendinkomsten op het moment dat het recht van de entiteit wordt gevestigd. In het geval van beursgenoteerde effecten is dit de datum waarop het aandeel ex-dividend gaat.

### **Gerealiseerde- en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen**

De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode de aankoopwaarde dan wel de balanswaarde aan het einde van de vorige verslagperiode in mindering te brengen.

### **Op- en afslagen**

De in de verslagperiode ontvangen op- en afslagen komen ten goede van het Fonds.

### **Bedrijfslasten**

De bedrijfslasten worden toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben.

### **Toelichting op het Kasstroomoverzicht**

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode, waarbij onderscheid wordt gemaakt tussen kasstromen uit beleggingsactiviteiten en financieringsactiviteiten.

**Toelichting op specifieke posten van de balans**

**1. Aandelen**

Alle beleggingen hebben betrekking op (certificaten van) aandelen in de genoemde beursgenoteerde ondernemingen. Tenminste tweederde zijn liquide (certificaten van) aandelen en alle (certificaten van) aandelen staan ter vrije beschikking van het Fonds. De beursgenoteerde aandelen zijn gewaardeerd tegen de per balansdatum geldende beurskoers.

De uitsplitsing van de beleggingen per 31 december 2019 is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>31-12-2019</u>	<u>31-12-2018</u>
Aandelen	101.189	96.506
	<u>101.189</u>	<u>96.506</u>

De mutaties in de beleggingen in aandelen zijn hieronder gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

	<u>2019</u>	<u>2018</u>
Stand begin verslagperiode	96.506	103.908
Aankopen	3.844	25.490
Verkopen	-25.320	-6.837
Waardeveranderingen van beleggingen	<u>26.159</u>	<u>-26.055</u>
	4.683	-7.402
Stand einde verslagperiode	<u>101.189</u>	<u>96.506</u>

De specificatie van de beleggingen in aandelen per 31 december 2019 is als volgt (koers: bedragen in €, waarde: bedragen in € 1.000):

<b>Belegging</b>	<b>Aantal</b>	<b>Koers</b>	<b>Waarde</b>	<b>%</b>
ASM international	155.000	100,15	15.523	15,3%
BE Semiconductor Industries	400.000	34,46	13.784	13,6%
Hunter Douglas	220.000	58,00	12.760	12,6%
Flow Traders	549.971	21,54	11.846	11,7%
Nedap	205.000	48,50	9.943	9,8%
TKH Group	150.000	49,90	7.485	7,4%
Neways Electronics International	630.000	9,96	6.275	6,2%
Kendrion	275.000	20,95	5.761	5,7%
Aalberts	140.000	40,01	5.601	5,5%
Sif Holding	400.000	12,50	5.000	5,0%
Acomo	170.000	20,75	3.528	3,5%
Brunel International	290.000	9,01	2.613	2,6%
Lucas Bols	40.000	14,05	562	0,6%
Basic-Fit	15.000	33,85	507	0,5%
			101.189	100,0%

De transactiekosten die gemoeid zijn met de aan- en verkopen van de beleggingen bedragen maximaal 0,1% van de transactiewaarde.

## **2. Vorderingen uit hoofde van uitgegeven aandelen**

Deze post betreft de nog te ontvangen bedragen uit hoofde van uitgegeven aandelen aan toetredende beleggers.

## **3. Overige vorderingen**

Deze post heeft betrekking op te verrekenen dividendbelasting uit hoofde van de zogenaamde afdrachtvermindering. In het vorig boekjaar was een voorziening genomen ad € 26.067. In het huidig boekjaar is dit niet van toepassing. Te verrekenen dividendbelasting kan worden verrekend zolang het Fonds bestaat en dividend uitkeert.

## **4. Liquide middelen**

Dit betreft het rekening-courant saldo bij KAS BANK N.V., onderdeel van CACEIS Group van € 2.403.883,94. Dit bedrag staat ter vrije beschikking van het Fonds.

## Eigen vermogen

### 5. Geplaatst kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal per 31 december 2019 bedraagt nominaal € 15.000.010 en is verdeeld in 6.000.000 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen van elk € 2,50. Hiervan is geplaatst en volgestort € 4.547.475 (1.818.986 gewone aandelen en 4 prioriteitsaandelen).

De mutaties in het geplaatst kapitaal zijn als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>2019</u> aantal	<u>2019</u> bedragen	<u>2018</u> aantal	<u>2018</u> bedragen
Stand begin verslagperiode	2.289.531	5.724	1.879.619	4.699
Uitgegeven / geplaatst	322.254	806	746.363	1.866
Ingekocht	<u>-792.799</u>	<u>-1.982</u>	<u>-336.451</u>	<u>-841</u>
	<u>-470.545</u>	<u>-1.176</u>	<u>409.912</u>	<u>1.025</u>
Stand einde verslagperiode	<u>1.818.986</u>	<u>4.548</u>	<u>2.289.531</u>	<u>5.724</u>

### 6. Agioreserve

Deze post betreft het saldo van het gestorte agio begrepen in de plaatsingen en inkopen van aandelen, welke gedurende de verslagperiode hebben plaatsgevonden. De uitgegeven en ingekochte aandelen worden belast met een op- of afslag van 0,50%. De opbrengsten hiervan komen ten gunste van het Fonds.

Het verloop van de agioreserve is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>2019</u>	<u>2018</u>
Stand begin verslagperiode	66.813	44.641
Gestort bij uitgifte / plaatsing	16.258	39.514
Onttrokken bij inkoop	<u>-38.059</u>	<u>-17.341</u>
	<u>-21.801</u>	<u>22.173</u>
Stand einde verslagperiode	<u>45.012</u>	<u>66.813</u>

## 7. Algemene reserve

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>2019</u>	<u>2018</u>
Stand begin verslagperiode	53.362	33.043
Mutatie resultaat voorgaande verslagperiode	<u>-26.758</u>	<u>20.319</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>26.604</u></u>	<u><u>53.362</u></u>

## 8. Onverdeeld resultaat

Het verloop van deze post is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<u>2019</u>	<u>2018</u>
Stand begin verslagperiode	-23.748	22.065
Dividenduitkering	-3.010	-1.746
Toevoeging aan algemene reserve	26.758	-20.319
Resultaat boekjaar	<u>28.409</u>	<u>-23.748</u>
Stand einde verslagperiode	<u><u>28.409</u></u>	<u><u>-23.748</u></u>

## 9. Schulden uit hoofde van ingekochte aandelen

Deze post betreft de nog te betalen bedragen uit hoofde van ingekochte aandelen aan uitgetreden beleggers.

## 10. Te betalen beheervergoeding

Deze post betreft de verschuldigde beheervergoeding (beheerkosten) over de laatste maand van de verslagperiode.

## 11. Te betalen prestatievergoeding

De post betreft de verschuldigde prestatievergoeding (performancekosten) over de verslagperiode.

## 12. Overlopende passiva

Onder deze post zijn reserveringen uit hoofde van met name accountants- en advieskosten, overige kosten, toezicht kosten en bankkosten opgenomen.



**Toelichting op specifieke posten van de winst- en verliesrekening**

**13. Opbrengsten uit beleggingen**

Hieronder zijn de dividendopbrengsten verantwoord die gedurende de verslagperiode aan het Fonds zijn toe te rekenen.

**14. Waardeveranderingen van beleggingen**

Dit betreft de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten op beleggingen, inclusief ontvangen aandelen uit hoofde van stockdividenden. De uitsplitsing is als volgt (bedragen in € 1.000):

	<b>2019</b>	<b>2018</b>
Gerealiseerde winsten uit aandelen	9.898	1.343
Gerealiseerde verliezen uit aandelen	-245	-
Totaal gerealiseerde koersresultaten	<u>9.653</u>	<u>1.343</u>
Ongerealiseerde winsten uit aandelen	20.665	4.564
Ongerealiseerde verliezen uit aandelen	-4.159	-31.962
Totaal ongerealiseerde koersresultaten	<u>16.506</u>	<u>-27.398</u>
Totaal waardeveranderingen van beleggingen	<u>26.159</u>	<u>-26.055</u>

In onderstaand overzicht is een specificatie opgenomen van de koersresultaten en bruto dividenden per belegging (bedragen in € 1.000).

	Koersresultaat	Dividend	Koersresultaat	Dividend
	2019	2019	2018	2018
Aalberts	1.442	83	-1.286	58
Accell Group	-	-	-311	35
Acomo	563	170	-1.133	187
ASM International	15.694	439	-5.597	280
Basic-Fit	39	-	-	-
BE Semiconductor Industries	8.311	768	-6.601	928
Brunel International	-554	73	-1.241	44
Flow Traders	-3.128	675	5.024	935
Hunter Douglas	-1	460	-3.204	435
Kendrion	256	174	-3.526	154
Koninklijke Brill	258	50	-1.291	270
Lucas Bols	-50	24	-130	24
Nedap	1.456	512	-522	512
Neways Electronics International	-88	302	-2.153	175
Sif Holding	336	40	-2.005	105
TKH Group	1.625	238	-2.079	204
	<u>26.159</u>	<u>4.008</u>	<u>-26.055</u>	<u>4.346</u>

#### 15. Overige bedrijfsopbrengsten

Onder deze post zijn de ontvangsten op- en afslagen verantwoord ten bedrage van € 217.000 in verband met uitgegeven en ingekochte aandelen van het Fonds vanwege toe- en uittreedende beleggers. Deze opbrengsten komen ten gunste van het Fonds. In het huidig boekjaar is tevens onder deze post een ontvangen compensatievergoeding ten bedrage van € 4.000 verantwoord.

#### 16. Bewaarkosten

De bewaarkosten bestaan uit de kosten bewaarloon van depotbank KAS BANK N.V., onderdeel van CACEIS Group.

#### 17. Kosten depositary

De kosten depositary bestaan uit de kosten van KAS BANK N.V. (Wft-bewaarder) Trust bewaarder.

#### 18. Beheerkosten

Het beheer van het fondsvermogen, inclusief de financiële en de beleggingsadministratie, is opgedragen aan de Directie. De Directie ontvangt hiervoor een vergoeding die kan worden onderverdeeld in een vaste beheervergoeding en een prestatievergoeding.

### **Vaste beheervergoeding**

De Beheerder ontvangt een vaste beheervergoeding van 0,14583% per maand over de Intrinsieke Waarde van Add Value Fund (vóór reservering van de vaste beheervergoeding). De vaste beheervergoeding bedraagt derhalve 1,75% op jaarbasis over de gemiddelde Intrinsieke Waarde. De vaste beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand berekend en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld aan de Directie.

De Beheerder van Add Value Fund heeft besloten om per 1 januari 2018 een degressief staffelvergoedingmodel in te voeren. Hierbij gaan de beleggers in Add Value Fund een lagere beheervergoeding betalen naar gelang het fondsvermogen stijgt.

Het degressief staffelvergoedingmodel ziet er als volgt uit: tot € 100 mln fondsvermogen bedraagt de beheervergoeding 1,75% op jaarbasis. Bij iedere € 50 mln toename in fondsvermogen gaat de beheervergoeding met 25 basispunten omlaag tot een minimale beheervergoeding van 1,00% op jaarbasis. Het fondsvermogen per 31 december 2019 bedroeg € 104,6 mln.

#### *Degressief staffelmodel beheervergoeding*

- Tot € 100 mln fondsvermogen bedraagt de beheervergoeding 1,75% op jaarbasis
- Vanaf € 100 mln tot € 150 mln bedraagt de beheervergoeding 1,50% op jaarbasis
- Vanaf € 150 mln tot € 200 mln bedraagt de beheervergoeding 1,25% op jaarbasis
- Vanaf € 200 mln bedraagt de beheervergoeding 1,00% op jaarbasis

### **Prestatievergoeding**

De Directie kan in ieder boekjaar in aanmerking komen voor een prestatievergoeding.

Voor de berekening van de prestatievergoeding zijn de volgende termen van belang:

- nettorendement: de stijging van de intrinsieke waarde per aandeel in een boekjaar (vóór eventuele reservering van de prestatievergoeding) vermeerderd met de in dat boekjaar gedane dividenduitkeringen per aandeel, uitgedrukt als percentage van de intrinsieke waarde per aandeel aan het begin van het betreffende boekjaar;
- outperformance: indien het nettorendement hoger is dan 10%, is de outperformance gelijk aan het nettorendement minus 10%;
- underperformance: indien het nettorendement lager is dan 10%, is de underperformance gelijk aan 10% minus het nettorendement.

De prestatievergoeding is alleen verschuldigd bij outperformance in enig jaar en wordt als volgt berekend:

- $10\% \times (\text{outperformance} - \text{eventuele, nog niet verrekende, underperformance over de voorafgaande twee boekjaren})$ , vermenigvuldigd met het gemiddeld in het boekjaar uitstaande aantal aandelen vermenigvuldigd met de intrinsieke waarde per aandeel aan het begin van het betreffende boekjaar.

De prestatievergoeding is door Add Value Fund alleen verschuldigd indien de uitkomst van bovenstaande berekening positief is. Bij de berekening van de dagelijkse intrinsieke waarde per aandeel wordt, indien van toepassing, rekening gehouden met een reservering voor de prestatievergoeding. Over de verslagperiode is een outperformance gerealiseerd maar door de underperformance in 2018 is derhalve geen prestatievergoeding in rekening gebracht.

## 19. Overige bedrijfskosten

De accountantskosten voor boekjaar 2019 zijn vastgesteld op € 24.000 inclusief BTW. De marketingkosten mogen jaarlijks maximaal 0,12% van het gemiddeld fondsvermogen bedragen.

De bezoldiging van de Raad van Commissarissen bedroeg in 2019, net als voorgaande jaren, € 24.000 inclusief BTW op jaarbasis. De vaste kosten op jaarbasis van de Raad van Commissarissen komen overeen met wat opgenomen is in het Prospectus. De overige bedrijfskosten zijn vanwege de werkzaamheden die derden voor het Fonds verrichten afhankelijk van algemene marktontwikkelingen en inflatie, daarom is het a priori niet mogelijk de vermelde overige kosten te maximeren.

Omdat de marketingkosten, kosten bewaarder, AFM en DNB afhankelijk zijn van de omvang van het fondsvermogen, en er geen limiet is gesteld aan het fondsvermogen, is het a priori niet mogelijk het maximum van deze kosten te bepalen.

De overige kosten bedroegen in 2019 € 4.000 inclusief BTW op jaarbasis.

De overige bedrijfskosten kunnen als volgt worden gespecificeerd (bedragen in € 1.000):

	<b>2019</b>	<b>2018</b>
Marketingkosten	26	24
Kosten ENL Agent en Fund Agent	30	24
Accountantskosten	24	23
Advieskosten	11	22
Kosten toezicht AFM en DNB alsmede noteringskosten	35	11
Commissarissenvergoeding	24	24
Aansprakelijkheidsverzekering	7	7
IMS / Administratievergoeding	6	6
Overige kosten	4	3
	<b>167</b>	<b>144</b>

## Lasten (lopende kosten ratio, transactiekosten en portfolio omloop factor)

### Lopende kosten ratio

De lopende kosten factor ("LKR") van het Fonds over de verslagperiode bedraagt 1,96% (2018: 1,88%) op jaarbasis. De LKR exclusief prestatievergoeding bedraagt 1,96% (2018: 1,88%). De LKR geeft inzicht in het totale kostenniveau in de verslagperiode van het Fonds ten opzichte van de gemiddelde Intrinsieke Waarde (op basis van iedere handelsdag) van het Fonds. Onder de LKR vallen de beheervergoeding van 1,75% op jaarbasis of lager, bewaar- en depositary kosten en de overige bedrijfskosten die hierboven vermeld worden onder punt 19. Transactiekosten en eventuele interestlasten worden niet betrokken in de berekening van de LKR en de kosten van een eventuele prestatievergoeding worden separaat vermeld.

De intrinsieke waarde wordt dagelijks vastgesteld. De gemiddelde intrinsieke waarde over de verslagperiode bedroeg € 99.794.018 (2018: € 116.098.794).

### Transactiekosten en portfolio omloop factor

De transactiekosten die worden gemaakt bij de aan- en verkoop van beleggingen worden opgenomen in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst van de betreffende beleggingen en zijn daarom niet opgenomen in de LKR. Deze in de kostprijs respectievelijk verkoopopbrengst opgenomen transactiekosten bedragen over de verslagperiode in totaal circa € 29.186 (2018: € 32.326), ofwel 0,03% (2018: 0,03%) van de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds. De gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds ten behoeve van de transactiekosten wordt maandelijks berekend.

Deze transactiekosten zijn gedeeltelijk gemaakt in verband met aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittredebeleggers in het Fonds. De transacties worden niet uitgevoerd door gelieerde partijen. Zie paragraaf 'Gelijke partijen' en 'Transacties' op pagina 46 voor meer informatie. Voor de opbrengsten uit hoofde van de in dit verband ontvangen op- en afslagen wordt verwezen naar de toelichting onder punt 15.

Aangezien de transactiekosten geen deel uitmaken van bovengenoemde LKR, wordt tevens de portfolio omloop factor ("POF") weergegeven. De POF vloeit voort uit het beleggingsbeleid van het Fonds en heeft betrekking op het totaal van de aan- en verkopen van de beleggingen in verhouding tot de gemiddelde intrinsieke waarde van het Fonds in de verslagperiode. Hierop vindt een correctie plaats voor de aan- en verkopen van de beleggingen vanwege toe- en uittredebeleggers. De POF voor de verslagperiode bedroeg -28,00% (2018: -23,46%).

De POF wordt als volgt berekend:  $(A + V) - (U + I) / GIW * 100$ , waarbij A = Aankopen, V = Verkopen, U = Uitgiftes, I = Innames en GIW = Gemiddelde Intrinsieke Waarde.

### Overige toelichtingen

#### Bestuurdersbelangen

De bestuurders van de Beheerder en de leden van het beheerteam en aan hen gelieerde personen hebben aan het begin en aan het eind van de verslagperiode de volgende belangen in Add Value Fund (aantal aandelen):

	<u>31-12-2019</u>	<u>31-12-2018</u>
H.T. Wiersma	4.074	4.074
J.F. Westerling	34.078	38.000
W.F. Burgers	17.218	17.218
B.P. Rogmans	507	412
A. Smits	1.045	491

De heren H.T. Wiersma, J.F. Westerling, B.P. Rogmans en W.F. Burgers hebben geen belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds (als bedoeld in artikel 122 lid 2 Bgfo).

Eén lid van de Raad van Commissarissen, mevrouw A. Smits, heeft een belang in het Fonds. Geen van alle commissarissen hebben belangen in ondernemingen die deel uitmaken van het beleggingsuniversum van het Fonds (als bedoeld in artikel 122 lid 2 Bgfo).

### **Gelieerde partijen en uitbesteding kerntaken**

De Directie van Add Value Fund wordt gevoerd door Add Value Fund Management B.V. De beheervergoeding wordt aan het einde van iedere maand berekend en aan het begin van de daaropvolgende maand betaalbaar gesteld aan de Directie.

Het voeren van de financiële- en beleggingsadministratie van het Fonds alsmede de dagelijkse berekening van de intrinsieke waarde per aandeel is uitbesteed aan KAS Bank N.V., onderdeel van CACEIS Group. De kosten verbonden aan deze uitbestede werkzaamheden worden door Add Value Fund Management B.V. gedragen en komen niet ten laste van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA-overeenkomst.

KAS Trust & Depositary Services B.V. is de bewaarder van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA-overeenkomst. KAS Bank N.V., onderdeel van CACEIS Group, is de depotbank van het Fonds. De werkzaamheden en aansprakelijkheid zijn opgenomen in een SLA-overeenkomst.

### **Verantwoordelijkheden van de bewaarder**

De bewaarder treedt op als bewaarder zoals gedefinieerd in de AIFM Richtlijn en voert haar taken uit in overeenstemming met de AIFM Richtlijn, de gedelegeerde verordening, relevante Nederlandse wet- en regelgeving en richtlijnen die uitgevaardigd zijn door de European Securities and Markets Authority en de Autoriteit Financiële Markten (de “regelgeving”). De verantwoordelijkheden van de bewaarder zijn beschreven in de Depositary Agreement en omvatten, naast het in bewaring nemen van financiële instrumenten en de bewaarnemingstaken in verband met eigendomsverificatie en het bijhouden van een register van overige activa (zoals gedefinieerd in artikel 21(8) AIFM Richtlijn), ook een aantal monitoring en toezichtstaken (zoals gedefinieerd in artikel 21(7) en 21(9) AIFM Richtlijn), te weten:

- Monitoring van de kasstromen, waaronder het identificeren van significante en inconsistente kasstromen en het reconciliëren van de kasstromen met de administratie van het fonds;
- Het zorgdragen dat de uitvoering van uitgifte, inkoop, intrekking en waardering van participaties van het fonds in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het zorgdragen dat de tegenwaarde van transacties die betrekking hebben op de activa van het fonds tijdig aan het fonds wordt overgemaakt;
- Het controleren dat de opbrengsten van het fonds de bestemming krijgen die in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het controleren of de beheerder zich houdt aan de in de fondsdocumentatie vastgestelde beleggingsbeperkingen en hefboomfinancieringslimieten.

### **Transacties**

Aan- en verkopen van beleggingen vinden bij verschillende Nederlandse financiële instellingen plaats. De hoogte van de transactiekosten is bij alle betrokken instellingen 0,1% over de effectieve waarde. Er vinden geen transacties plaats via moedermaatschappij Optimix Vermogensbeheer N.V. Optimix Vermogensbeheer N.V. is de moedermaatschappij van Add Value Fund Management B.V.

### **Risicoprofiel**

In de paragraaf ‘Risico’s’ in het bestuursverslag vanaf pagina 23 en hieronder volgt een beschrijving van de belangrijkste risico’s die beleggers lopen wanneer zij beleggen in Add Value Fund.

## **Algemeen**

Aan het beleggen in Aandelen van Add Value Fund zijn financiële kansen, maar ook financiële risico's verbonden. Factoren die invloed kunnen uitoefenen op de waarde van de Aandelen van het Fonds zijn niet beperkt tot de factoren die hieronder zijn weergegeven.

De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen en beleggers kunnen bij verkoop van hun aandelen mogelijk minder terugkrijgen dan zij hebben geïnvesteerd. Aandeelhouders kunnen niet meer dan hun inleg verliezen. De waarde van de beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Indien de hieronder vermelde risico's zich verwezenlijken, kan dit de prijs en de waarde van de beleggingen van het Fonds beïnvloeden en kan de Intrinsieke Waarde van het Aandeel dalen.

## **Risico van afwijkende performance ten opzichte van index**

Het Fonds wijkt door de gekozen beleggingsstrategie in haar portefeuille significant af van de samenstelling van de gepubliceerde small- en midcapindices. Hierdoor ontstaan specifieke risico's die tot uitdrukking kunnen komen in aanzienlijke verschillen in performance, zowel positief als negatief.

## **Concentratierisico**

Add Value Fund belegt in een beperkt aantal Nederlandse small- en midcap ondernemingen waarin in beginsel een relatief groot belang kan worden genomen. Meerdere ondernemingen in portefeuille kunnen voorts in dezelfde sector actief zijn. Hierdoor zullen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze ondernemingen, de waarde van de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan wanneer de portefeuille minder geconcentreerd zou zijn samengesteld. Dit leidt tot een hoger risicoprofiel van Add Value Fund.

## **Tegenpartijrisico, afwikkelingsrisico, bewaarnemingsrisico**

Het tegenpartij- en afwikkelingsrisico heeft betrekking op het in gebreke blijven van tegenpartijen bij levering van effecten dan wel betaling van de tegenwaarde. Het bewaarnemingsrisico betreft het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolventie, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een (onder)bewaarnemer.

## **Verhandelbaarheid**

De beleggingen in small- en midcap ondernemingen kennen (soms) een beperkte verhandelbaarheid, waardoor de beleggingen mogelijk niet in korte tijd op een verantwoorde manier zijn af te bouwen of alleen tegen lagere koersen kunnen worden verkocht.

## **Risico van beleggen met geleend geld**

Het tijdelijk aangaan van leningen voor de verwerving van beleggingen kan een hefboomwerking hebben op de ontwikkeling van de Intrinsieke Waarde, zowel in positieve als in negatieve zin. Indien de rentelasten hoger zijn dan de directe of indirecte baten van de gefinancierde beleggingen, is er sprake van een zogenaamde negatieve hefboom die (tijdelijk) tot een lager of negatief rendement leidt.

### **Valutarisico**

Add Value Fund kan een deel van de portefeuille beleggen in vreemde valuta, waarvan fluctuaties ten opzichte van de euro het resultaat in euro's gemeten zullen beïnvloeden. Dit kan resulteren in een aanzienlijke daling van de intrinsieke waarde per Aandeel. In het verslagjaar luidden alle beleggingen in euro's en heeft dit risico niet plaatsgevonden.

### **Resultaatbestemming**

Conform de statuten zal aan de houder van de prioriteitsaandelen een dividend van € 0,15 per aandeel van nominaal € 2,50 worden uitgekeerd.

Aan de houders van gewone aandelen zal op de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders worden voorgesteld een dividend uit te keren van € 1,25 per gewoon aandeel van nominaal € 2,50 op basis van het aantal uitstaande Aandelen van Add Value Fund op 31 december 2019. Voorgesteld wordt dit dividend in contanten uit te keren.

Dit voorstel dient mede om aan de status van fiscale beleggingsinstelling te voldoen. Teneinde aan deze status te kunnen blijven voldoen, kan het dividend per gewoon aandeel tijdens de Algemene Vergadering van Aandeelhouders nog worden aangepast. Dit is afhankelijk van het aantal uitstaande Aandelen op dat moment.

De dividenduitkering komt voort uit de winstbestemming over 2019.

De resultaatbestemming is nog niet in de balans verwerkt.

De fiscale winstuitkering kan (sterk) afwijken van het gepresenteerde commerciële resultaat. De belangrijkste verschillen tussen de commerciële winst en fiscale winst betreffen:

- ongerealiseerde en gerealiseerde koersverschillen worden fiscaal niet in de winst begrepen;
- de ontvangen op- en afslagen bij uitgegeven en ingekochte aandelen van Add Value Fund maken geen deel uit van de fiscale winst.



## Resultaten

Hieronder zijn de resultaten van het Fonds opgenomen. Onderstaande cijfers hebben derhalve betrekking op de periode 1 januari 2015 tot en met 31 december 2019.

	2019	2018	2017	2016	2015
<b>Algemeen</b>					
Aantal uitstaande aandelen (ultimo)	1.818.986	2.289.531	1.879.619	1.748.253	1.696.817
Gemiddeld aantal uitstaande aandelen (op dagbasis)	1.913.936	2.153.810	1.869.696	1.704.839	1.662.619
Fondsvermogen (in €, ultimo)	104.573.230	102.151.314	104.448.176	77.809.418	66.911.401
Gemiddeld fondsvermogen (in €)	99.794.018	116.098.794	97.749.870	69.122.593	64.057.134
Intrinsieke waarde per aandeel (in €, ultimo)	57,49	44,62	55,57	44,51	39,43
Beurskoers per aandeel (in €, ultimo)	57,78	44,88	55,85	44,28	39,63
<b>Resultaten (bedragen in € 1.000)</b>					
Opbrengsten	4.008	4.346	2.753	2.568	2.583
Waardeveranderingen	26.380	-25.871	22.698	9.176	11.408
Kosten	-1.979	-2.223	-3.386	-1.691	-1.417
Totaal	<u>28.409</u>	<u>-23.748</u>	<u>22.065</u>	<u>10.053</u>	<u>12.574</u>
<b>Resultaten per aandeel (bedragen in €)<sup>1</sup></b>					
Opbrengsten	2,20	1,90	1,46	1,47	1,52
Waardeveranderingen	14,50	-11,30	12,08	5,25	6,72
Kosten	-1,09	-0,97	-1,80	-0,97	-0,83
Totaal per aandeel	<u>15,61</u>	<u>-10,37</u>	<u>11,74</u>	<u>5,75</u>	<u>7,41</u>
<b>Resultaten per aandeel (bedragen in €)<sup>2</sup></b>					
Opbrengsten	2,09	2,02	1,47	1,51	1,55
Waardeveranderingen	13,78	-12,01	12,14	5,38	6,86
Kosten	-1,03	-1,03	-1,81	-0,99	-0,85
Totaal per aandeel	<u>14,84</u>	<u>-11,03</u>	<u>11,80</u>	<u>5,90</u>	<u>7,56</u>
<b>Resultaat o.b.v. intrinsieke waarde per aandeel</b>	+32,2%	-18,3%	+26,6%	+14,9%	+22,0%

## Gebeurtenissen na balansdatum

Door de coronapandemie zijn de wereldwijde aandelenbeurzen sinds medio februari 2020 met tientallen procenten gedaald. Ook de beurskoers van Add Value Fund is sinds de *all time high* op 14 februari jl. hard geraakt.

Wij hebben er echter alle vertrouwen in dat onze bedrijven sterker uit deze tijdelijke 'coronacrisis' tevoorschijn zullen komen.

<sup>1</sup> De resultaten per aandeel zijn berekend op basis van het aantal uitstaande aandelen aan het eind van de verslagperiode

<sup>2</sup> De resultaten per aandeel zijn berekend op basis van het gemiddeld aantal uitstaande aandelen

Namelijk al onze 'mini-multinationals' zijn Europees of wereldmarktleider in hun niche. Deze bedrijven zijn veelal flexibeler en wendbaarder dan hun grote evenknieën. Bedrijven in onze portefeuille hebben een sterke balans, bijna 60% weging is schuldenvrij en heeft een ruime netto kaspositie. De overige bedrijven hebben relatief weinig rentedragende schulden en goodwill op hun balans.

Wij beleggen niet direct in de toerismesector of in de olie- en gasindustrie. Tevens beleggen wij niet in luchtvaartmaatschappijen, banken en verzekeraars, retail- en vastgoedbedrijven en in bouwondernemingen. Beurskoersen van deze bedrijven zijn dit jaar veelal gehalveerd of nog meer.

Nagenoeg al onze bedrijven zijn voornamelijk actief in de business-to-business en zijn minder blootgesteld aan business-to-consumer. Tevens hebben wij met ETP liquidity provider Flow Traders (ruim 15% weging) een 'troefkaart' in handen.

Wat de impact op de winstgroei van onze participaties zal zijn is nu nog onduidelijk. We weten wel, als het coronavirus is bestreden, dat de inhaalvraag sterk zal zijn. Alle stimulerende en fiscale maatregelen die nu wereldwijd zijn aangekondigd zullen extra verruimend werken en de lage olieprijs is een extra rugwind voor de economische groei.

Net als in 2008, doen wij het nu minder slecht. Een schrale troost, maar korte scherpe koersdalingen bieden wel de opmaat naar hogere toekomstige rendementen.

Amsterdam, 1 april 2020

De Directie,  
Add Value Fund Management B.V.

De Raad van Commissarissen,  
Prof. dr. W.F.C. Verschoor (voorzitter)  
Prof. dr. O.W. Steenbeek  
A. Smits

## Overige gegevens

### Statutaire regeling resultaatbestemming

De resultaatbestemming vindt plaats overeenkomstig artikel 25 van de statuten van het Fonds. De tekst van dit artikel luidt als volgt:

1. Van de winst die in het laatst verstreken boekjaar is behaald, kan de Prioriteit een zodanig bedrag toevoegen aan de reserves van de vennootschap als zij zal vaststellen.  
De winst die resteert na de eventuele reservering als bedoeld in de vorige zin, staat ter beschikking van de Algemene Vergadering.
2. De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het geplaatste kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.  
Op prioriteitsaandelen zal over enig boekjaar nimmer meer dividend worden uitgekeerd dan een percentage van het nominaal bedrag van die aandelen, gelijk aan het percentage van de wettelijke rente op de laatste dag van het boekjaar waarover dividend wordt vastgesteld. Prioriteitsaandelen delen ook niet in enige reserve.
3. Uitkering van winst geschiedt eerst na vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is.
4. Door de vennootschap gehouden aandelen of certificaten en aandelen of certificaten die de vennootschap in vruchtgebruik heeft, tellen niet mee bij de berekening van de winstverdeling.
5. De Algemene Vergadering kan besluiten tot het doen van tussentijdse uitkeringen. Een besluit tot het uitkeren van een interim-dividend uit de winst over het lopende boekjaar kan tevens door de Directie worden genomen.  
Uitkeringen als in dit lid bedoeld, kunnen slechts geschieden indien is voldaan aan het bepaalde in lid 3 van dit artikel blijkens een tussentijdse vermogensopstelling als bedoeld in artikel 105 lid 4 van Boek 2.
6. De Algemene Vergadering kan besluiten dat dividenden geheel of gedeeltelijk in een andere vorm dan in contanten zullen worden uitgekeerd.
7. Ten laste van door de wet voorgeschreven reserves mag een tekort slechts worden gedelgd indien en voor zover de wet dat toestaat.

### Prioriteit

Er zijn vier prioriteitsaandelen geplaatst bij Stichting Prioriteit Optimix. De houders van de prioriteitsaandelen zijn bevoegd een vergadering van de Prioriteit bijeen te roepen. Aan de Prioriteit zijn diverse bijzondere rechten toegekend, waaronder het doen van een bindende voordracht voor de benoeming van de directie en de leden van de Raad van Commissarissen. Tevens kan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders een besluit tot statutenwijziging, fusie of ontbinding slechts nemen op voorstel van de Prioriteit.

## Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: de Aandeelhouders en de Raad van Commissarissen van Add Value Fund N.V.

### Verklaring over de in het jaarverslag opgenomen jaarrekening 2019

Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2019 van Add Value Fund N.V. te Amsterdam gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Add Value Fund N.V. per 31 december 2019 en van het resultaat over 2019 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2019;
- de winst-en-verliesrekening over 2019;
- de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

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 Add Value Fund N.V. (hierna: 'het fonds') zoals vereist in de Europese verordening betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten van organisaties van openbaar belang, de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (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.

Materialiteit

Materialiteit	€ 1 miljoen
Toegepaste benchmark	1% van de intrinsieke waarde (eigen vermogen) per 31 december 2019.
Nadere toelichting	De intrinsieke waarde betreft de totale (markt)waarde waarop beleggers aanspraak maken en wordt in de sector beschouwd als de belangrijkste factor voor beleggingsbeslissingen door de aandeelhouders. De bepaling van de materialiteit is niet gewijzigd ten opzichte van voorgaand boekjaar.

Wij houden ook rekening met afwijkingen en/of mogelijke afwijkingen die naar onze mening voor de gebruikers van de jaarrekening om kwalitatieve redenen materieel zijn.

Wij zijn met de Raad van Commissarissen overeengekomen dat wij aan de Raad tijdens onze controle geconstateerde afwijkingen boven € 50 duizend rapporteren alsmede kleinere afwijkingen die naar onze mening om kwalitatieve redenen relevant zijn.

#### De kernpunten van onze controle

In de kernpunten van onze controle beschrijven wij zaken die naar ons professionele oordeel het meest belangrijk waren tijdens onze controle van de jaarrekening. De kernpunten van onze controle hebben wij met de Raad van Commissarissen gecommuniceerd, maar vormen geen volledige weergave van alles wat is besproken.

Wij hebben in vergelijking met voorgaand jaar geen wijzigingen in de kernpunten van onze controle aangebracht.

Wij hebben onze controlewerkzaamheden met betrekking tot deze kernpunten bepaald in het kader van de jaarrekeningcontrole als geheel. Onze bevindingen ten aanzien van de individuele kernpunten moeten in dat kader worden gezien en niet als afzonderlijke oordelen over deze kernpunten.

Bestaan, eigendom en waardering van beleggingen	
Risico	<p>Het fonds belegt nagenoeg uitsluitend in beursgenoteerde beleggingen. Deze beleggingen zijn in belangrijke mate bepalend voor de financiële resultaten van het fonds.</p> <p>Wij verwijzen in dat kader naar de toelichting op de effectenportefeuille, zie 1. Aandelen.</p> <p>Wij schatten het risico op een materiële fout in deze beleggingen lager in, mede omdat de beleggingen bestaan uit beursgenoteerde titels waarvoor een prijs op een actieve markt beschikbaar is en derhalve een schattingselement ontbreekt. Echter vanwege de omvang van de beleggingen in relatie tot de jaarrekening als geheel, zijn de beleggingen een post met een grote impact op onze controle.</p>
Onze controleaanpak	<p>Onze controlewerkzaamheden ten aanzien van bestaan, eigendom en waardering van de beursgenoteerde beleggingen bestonden onder andere uit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• het afstemmen van de waardering van alle beursgenoteerde beleggingen met minimaal één onafhankelijke prijsbron; en</li> <li>• het afstemmen van bestaan en eigendom van de gehele beleggingsportefeuille met rechtstreeks door ons ontvangen externe confirmaties van de bewaarder.</li> </ul>
Belangrijke observaties	<p>De uitvoering van deze werkzaamheden heeft niet geleid tot significante bevindingen ten aanzien van het bestaan, eigendom of waardering van beleggingen.</p>

Opbrengsten uit beleggingen	
Risico	<p>De financiële resultaten van het fonds bestaan met name uit opbrengsten uit beleggingen. Opbrengsten uit beleggingen (Bedrijfsinkomsten) bestaan zowel uit de directe beleggingsopbrengsten (dividendinkomsten) als uit de (on)gerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen, alsmede overige inkomsten.</p> <p>Wij verwijzen naar uitsplitsing van de opbrengsten uit beleggingen in de winst- en verliesrekening en de toelichting op de totstandkoming van de beleggingsresultaten in het bestuursverslag.</p>
Onze controleaanpak	<p>Onze controlewerkzaamheden ten aanzien van de opbrengsten uit beleggingen bestonden onder andere uit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• het kennismaken en toetsen van de interne beheersmaatregelen van de beheerder en bij de fondsadministrateur, inclusief relevante algemene IT beheersmaatregelen rondom processen inzake transactie verwerking, corporate actions, reconciliatie van beleggingen en portefeuille waardering. Hierbij hebben wij mede gebruik gemaakt van de onafhankelijke rapportage inzake de opzet, het bestaan en de werking van relevante beheersmaatregelen bij de fondsadministrateur; en</li> </ul>

	<ul style="list-style-type: none"> <li>• het uitvoeren van gedetailleerde cijferanalyses van zowel directe als indirecte opbrengsten in relatie tot de beleggingen.</li> </ul>
Belangrijke observaties	De uitvoering van deze werkzaamheden heeft niet geleid tot significante bevindingen ten aanzien van de opbrengsten uit beleggingen.

Uitbesteding	
Risico	<p>Het fonds heeft geen werknemers in dienst en vermogensbeheer, risicobeheer en de aandelenregistratie, financiële administratie en beleggingsadministratie zijn uitbesteed aan de beheerder en gesubdelegeerd aan de fondsadministrateur.</p> <p>Niet alleen is de financiële informatie die ontvangen wordt van deze partijen betrokken bij de totstandkoming van de jaarrekening van het fonds, ook blijft de Directie conform wetgeving eindverantwoordelijk voor de gehele dienstverleningsketen, waaronder de beheerste en integere bedrijfsvoering van de beheerder van het fonds. Dit laatste valt uiteen in de volgende twee aspecten:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• de beheersing van processen en operationele risico's door de beheerder (uitbesteding); en</li> <li>• de beheersing van Integriteitsrisico's die onder andere volgen uit de potentiële belangentegenstelling tussen de beheerder en de beleggers.</li> </ul> <p>Wij verwijzen naar toelichting in de jaarrekening inzake uitbesteding en de verklaring omtrent de bedrijfsvoering van de beheerder in het bestuursverslag, alsmede naar de toelichting op de lopende kosten waarin een vergelijking wordt gemaakt met de afspraken die zijn opgenomen in het prospectus.</p>
Onze controleaanpak	<p>In het kader van en voor zover relevant voor de controle van de jaarrekening van het fonds hebben wij, in lijn met NBA handreiking 1142 <i>Specifieke verplichtingen vanuit de toezichtwet- en regelgeving voor de interne auditor en de externe accountant bij (beheerders van) beleggingsinstellingen en beleggingsondernemingen</i>, aandacht besteed aan de beheerste en integere bedrijfsvoering van de beheerder. Onze controlewerkzaamheden bestonden onder andere uit:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• het kennis nemen en toetsen van de interne beheersmaatregelen van de beheerder en fondsadministrateur, inclusief relevante algemene IT beheersmaatregelen rondom processen inzake transactie verwerking, corporate actions, reconciliatie van beleggingen en portefeuille waardering. Hierbij hebben wij mede gebruik gemaakt van de onafhankelijke rapportage inzake de opzet, het bestaan en de werking van relevante beheersingsmaatregelen bij de fondsadministrateur waarvan de beheerder gebruik maakt voor de beheersing van processen en risico's voor het fonds;</li> <li>• het vaststellen dat de beheerder beschikt over de vereiste vergunning van de toezichthouder;</li> <li>• het aanvullend kennis nemen van correspondentie met de toezichthouders en de rapportage van de onafhankelijke bewaarder. Wij zijn bij de uitvoering van onze controlewerkzaamheden alert gebleven op mogelijke signalen van niet-naleving van wet- en regelgeving in het algemeen en de bepalingen bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht en de Wet ter voorkoming van witwassen en financieren van terrorisme in het bijzonder;</li> <li>• het controleren van de prestatievergoeding (nihil over 2019) en beheervergoeding en overige kosten door middel van een controleberekening in lijn met de afspraken die zijn opgenomen in het prospectus en het vaststellen dat transacties met gelieerde partijen juist en volledig zijn toegelicht; en</li> <li>• het uitvoeren van gegevensgerichte werkzaamheden zoals cijferanalyses en deelwaarnemingen gericht op de uitkomsten van de relevante financiële informatiestromen.</li> </ul>
Belangrijke observaties	De uitvoering van deze werkzaamheden heeft niet geleid tot significante bevindingen met een directe invloed op de jaarrekening van het fonds ten aanzien van de uitbestede processen en de financiële informatie die daaruit voortkomt.

Benadrukking van ontwikkelingen omtrent Corona

De ontwikkelingen rondom het Corona (Covid-19) virus hebben grote invloed op de gezondheid van mensen en onze samenleving en daarbij ook op de operationele en financiële prestaties van organisaties en de beoordeling van de mogelijkheid om de continuïteit te handhaven. De jaarrekening en onze controleverklaring daarbij zijn gebaseerd op de condities op het moment dat deze zijn opgemaakt en de situatie verandert van dag tot dag. De invloed van deze ontwikkelingen op Add Value Fund N.V. is uiteengezet in het bestuursverslag op pagina 23 en de toelichting opgenomen bij de gebeurtenissen na balansdatum op pagina 49 en 50. Wij vestigen de aandacht op deze uiteenzettingen.

Ons oordeel is niet aangepast als gevolg van deze aangelegenheid.

## Verklaring over de in het jaarverslag opgenomen andere informatie

Naast de jaarrekening en onze controleverklaring daarbij, omvat het jaarverslag andere informatie, die bestaat uit:

- het bestuursverslag;
- de overige gegevens;
- andere informatie, bestaande uit Profiel, Kerncijfers, Pre-advies van de Raad van Commissarissen en Algemene gegevens.

Op grond van onderstaande werkzaamheden zijn wij van mening dat de andere informatie:

- met de jaarrekening verenigbaar is en geen materiële afwijkingen bevat;
- alle informatie bevat die op grond van Titel 9 Boek 2 BW is vereist.

Wij hebben de andere informatie gelezen en hebben op basis van onze kennis en ons begrip, verkregen vanuit de jaarrekeningcontrole of anderszins, overwogen of de andere informatie materiële afwijkingen bevat. Met onze werkzaamheden hebben wij voldaan aan de vereisten in Titel 9 Boek 2 BW en de Nederlandse Standaard 720. Deze werkzaamheden hebben niet dezelfde diepgang als onze controlewerkzaamheden bij de jaarrekening.

De Directie is verantwoordelijk voor het opstellen van de andere informatie, waaronder het bestuursverslag en de overige gegevens in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

## Verklaring betreffende overige door wet- of regelgeving gestelde vereisten

Benoeming

Wij zijn door de Raad van Commissarissen op 18 november 2016 benoemd als accountant van Add Value Fund N.V. vanaf de controle van het boekjaar 2016 en zijn sinds dat boekjaar tot op heden de externe accountant.

Geen verboden diensten

Wij hebben geen verboden diensten als bedoeld in artikel 5, lid 1 van de Europese verordening betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten van organisaties van openbaar belang geleverd.

## Beschrijving van verantwoordelijkheden voor de jaarrekening

Verantwoordelijkheden van de Directie en de Raad van Commissarissen voor de jaarrekening

De Directie is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. In dit kader is de Directie verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing die de Directie 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 Directie afwegen of het fonds in staat is om zijn werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemd verslaggevingsstelsel moet de Directie de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteitsveronderstelling, tenzij de Directie het voornemen heeft om het fonds te liquideren of de activiteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is. De Directie moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of het fonds zijn activiteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

De Raad van Commissarissen is verantwoordelijk voor het uitoefenen van toezicht op het proces van financiële verslaggeving van het fonds.

Onze verantwoordelijkheden 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.

Onze controle is uitgevoerd met een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle materiële fouten en fraude 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. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel.

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 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 Directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat de door de Directie gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of het fonds zijn activiteiten 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 fonds zijn continuïteit niet langer kan handhaven;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen;
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.



Wij communiceren met de Raad van Commissarissen 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. In dit kader geven wij ook een verklaring aan de Raad van Commissarissen op grond van artikel 11 van de Europese verordening betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten van organisaties van openbaar belang. De in die aanvullende verklaring verstrekte informatie is consistent met ons oordeel in deze controleverklaring.

Wij bevestigen aan de Raad van Commissarissen dat wij de relevante ethische voorschriften over onafhankelijkheid hebben nageleefd. Wij communiceren ook met de Raad van Commissarissen over alle relaties en andere zaken die redelijkerwijs onze onafhankelijkheid kunnen beïnvloeden en over de daarmee verband houdende maatregelen om onze onafhankelijkheid te waarborgen.

Wij bepalen de kernpunten van onze controle van de jaarrekening op basis van alle zaken die wij met de Raad van Commissarissen hebben besproken. Wij beschrijven deze kernpunten in onze controleverklaring, tenzij dit is verboden door wet- of regelgeving of in buitengewoon zeldzame omstandigheden wanneer het niet vermelden in het belang van het maatschappelijk verkeer is.

Amsterdam, 1 april 2020

Ernst & Young Accountants LLP

w.g. J.C.J. Preijde RA

## Algemene gegevens

Add Value Fund N.V.	Johannes Vermeerstraat 14 1017 DR Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 570 3057 Telefax: +31 (0)20 570 3050 E-mail: <a href="mailto:info@addvaluefund.nl">info@addvaluefund.nl</a> Website: <a href="http://www.addvaluefund.nl">www.addvaluefund.nl</a>
Beheerder, Directie	Add Value Fund Management B.V. Johannes Vermeerstraat 14 1017 DR Amsterdam Telefoon: +31 (0)20 570 3057 Telefax: +31 (0)20 570 3050 E-mail: <a href="mailto:info@avfm.nl">info@avfm.nl</a>
Raad van Commissarissen	De heer Prof. dr. W.F.C. Verschoor (voorzitter) De heer Prof. dr. O.W. Steenbeek Mevrouw A. Smits  Het gekozen adres van de Raad van Commissarissen is het adres van het Fonds.
Depotbank, ENL Agent, Fund Agent en Administrateur	KAS BANK N.V., onderdeel van CACEIS Group De Entree 500 1101 EE Amsterdam-Zuidoost
Bewaarder	KAS BANK N.V., onderdeel van CACEIS Group De Entree 500 1101 EE Amsterdam-Zuidoost
Accountant	Ernst & Young Accountants LLP Antonio Vivaldistraat 150 1083 HP Amsterdam
Juridisch en fiscaal adviseur	Greenberg Traurig LP Hirsch Building, Leidseplein 29 1017 PS Amsterdam