

**ROBECO**  
The Investment Engineers

**18**

# Bedrijfsleningenfonds

Fonds voor gemene rekening

**Jaarverslag 2018**

# Inhoudsopgave

<b>Verslag van de beheerder</b>	<b>4</b>
Algemene informatie	4
Kerncijfers	5
Algemene inleiding	5
Beleggingsbeleid	7
Beleggingsresultaat	8
Risicobeheer	8
Vermogensontwikkeling	8
Beloningsbeleid	9
Sustainability investing	10
<b>Jaarrekening</b>	<b>13</b>
Balans	13
Winst-en-verliesrekening	14
Kasstroomoverzicht	15
<b>Toelichtingen</b>	<b>16</b>
Algemeen	16
Waarderingsgrondslagen	16
Grondslagen resultaatbepaling	16
Grondslagen kasstroomoverzicht	17
Risicobeheer	17
Risico's financiële instrumenten	18
Toelichting op de balans	23
Toelichting op de winst-en-verliesrekening	25
<b>Overige gegevens</b>	
Bepalingen omtrent de bestemming van het resultaat	27
<b>Controleverklaring van de onafhankelijke accountant</b>	<b>28</b>

# Bedrijfsleningenfonds

(besloten fonds voor gemene rekening in de zin van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969, gevestigd ten kantore van de beheerder te Rotterdam, Nederland)

## Contactgegevens

Weena 850  
Postbus 973  
3000 AZ Rotterdam  
Telefoon 010 - 224 12 24  
Internet: [www.robeco.com](http://www.robeco.com)

## Beheerder

Robeco Institutional Asset Management B.V. ("RIAM")  
Beleidsbepalers RIAM:  
Gilbert O.J.M. Van Hassel  
Maureen C.J. Bal (tot 1 april 2018)  
Karin van Baardwijk  
Monique D. Donga  
Peter J.J. Ferket  
Martin O. Nijkamp  
Hans-Christoph von Reiche  
Roland Toppen (tot 5 september 2018)  
Victor Verberk

## Commissarissen:

Jeroen J.M. Kremers  
Gihan Ismail (tot 1 juli 2018)  
Masaaki Kawano (tot 1 mei 2018)  
Jan J. Nooitgedagt (tot 1 april 2018)  
Sonja Barendregt-Roojers (sinds 1 april 2018)  
Yoshiko Fujii (sinds 1 mei 2018)  
Radboud R.L. Vlaar (sinds 18 september 2018)

## Bewaarder

J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (sinds 9 juli 2018)  
Strawinskylaan 1135  
1077 XX Amsterdam

Citibank Europe plc (tot 9 juli 2018)  
Schiphol Boulevard 257  
1118 BH Schiphol

## Fondsmanager

Erik Hylarides

## Accountant

KPMG Accountants N.V.  
Papendorpseweg 83  
3528 BJ Utrecht

# Verslag van de beheerder

## Algemene informatie

### Juridische en fiscale aspecten

Bedrijfsleningenfonds (het “fonds”) is een besloten fonds voor gemene rekening in de zin van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969 en als zodanig fiscaal transparant. Dit impliceert dat de inkomsten uit het fonds direct worden toegerekend aan de participanten. Het fonds wordt gevormd door het fondsvermogen, dat wordt bijeengebracht door stortingen door participanten, rechtgevend op participatie in het fondsvermogen.

Robeco Institutional Asset Management B.V. (“RIAM”) is de beheerder van het fonds. RIAM neemt in die hoedanigheid het vermogensbeheer de administratie en de marketing en distributie van het fonds voor haar rekening. RIAM beschikt over een AIFMD-vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft. alsmede over een vergunning als beheerder van ICBE's (2:69b Wft), inclusief het beheren van individuele vermogens en het adviseren over financiële instrumenten. RIAM staat onder toezicht van de Stichting Autoriteit Financiële Markten (“AFM”).

De activa van het fonds worden bewaard door J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 door Citibank Europe plc). J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 Citibank Europe plc) is aangewezen als bewaarder van het fonds in de zin van artikel 4:62n Wft. De bewaarder is verantwoordelijk voor het toezicht op het fonds voor zover vereist onder en in overeenstemming met de toepasselijke wetgeving. De beheerder, het fonds en J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 Citibank Europe plc) hebben een overeenkomst inzake bewaring gesloten.

Het fonds valt onder wettelijk toezicht van de AFM. Het fonds is opgenomen in het register zoals bedoeld in artikel 1:107 Wft.

### Robeco

Wanneer 'Robeco' wordt genoemd, wordt bedoeld RIAM inclusief de activiteiten van andere entiteiten die binnen de scope van Robeco's management vallen.

### Toezicht door de Raad van Commissarissen van Robeco Institutional Asset Management B.V.

De Raad van Commissarissen van Robeco Institutional Asset Management B.V. houdt toezicht op de fondsen onder beheer. Tijdens de vergaderingen van de Raad van Commissarissen werd onder meer aandacht geschonken aan de ontwikkelingen op de financiële markten en de performance van de fondsen.

Op basis van periodieke verslagen heeft de Raad van Commissarissen de resultaten van het fonds besproken met de beleidsbepalers van de beheerder. Deze besprekingen waren gericht op de beleggingsresultaten, de ontwikkeling van het beheerde vermogen als gevolg van marktbevingen en de netto-instroom van nieuw geld alsmede operationele zaken.

In de vergaderingen van de Audit & Risk Committee van de Raad van Commissarissen stonden de tussentijdse financiële verslagen en de verslagen van de onafhankelijke accountant regelmatig op de agenda. Daarnaast werden risicobeheer, incident management, het beleid ten aanzien van liquiditeitsbeheer en de belastingpositie besproken. Tevens kwamen de kwartaalrapportages van internal audit, compliance, juridische zaken en risicobeheer aan bod. Ook is veel aandacht besteed aan fund governance en de naleving van de principes die Robeco heeft vastgesteld om een zorgvuldige omgang met (potentiële) belangenconflicten tussen RIAM als fondsbeheerder en de beleggers in de fondsen te borgen. De volgende onderwerpen stonden o.a. op de agenda: een door de afdeling Compliance opgesteld jaarverslag van fund governance gerelateerde monitoringsactiviteiten, thematische compliance rapportages over principes voor fund governance met betrekking tot best execution, fair allocation en brokerdiensten, en de jaarverslagen en halfjaarberichten van de fondsen. De Raad van Commissarissen heeft vastgesteld dat Robeco's principes voor fund governance worden toegepast.

### Outsourcing deel operationele activiteiten naar J.P. Morgan

Op 24 januari 2018 kondigde Robeco aan dat het een deel van zijn operationele en administratieve activiteiten gaat outsourcen naar J.P. Morgan. Dit besluit maakt deel uit van het strategische plan van Robeco voor de periode 2017-2021, waarbij wordt gerekend op verdere internationale groei van zowel de beleggingsactiviteiten als de client-servicingactiviteiten. Het streven is dat J.P. Morgan Robeco's dienstverlener wordt voor de administratie van fondsen, operationele activiteiten, bewaring, overdracht en securities lending. J.P. Morgan heeft een wereldwijd netwerk en gaat op meerdere locaties en in meerdere tijdzones operationele activiteiten uitvoeren.

Het outsourcen van de operationele activiteiten leidt niet tot een wijziging van beleggingsbeleid of beleggingsteams. De klantportefeuilles worden nog steeds beheerd volgens hun bestaande beleggingsbeleid door de verantwoordelijke portefeuillemanagers en teams van portefeuillemanagers. Alle portefeuillemanagers blijven zich volledig richten op het leveren van beleggingsresultaten aan de klanten van Robeco.

Per 9 juli 2018 is de eerste fase van de outsourcing naar J.P. Morgan afgerond. Op deze datum werd Citibank Europe plc vervangen door J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch als bewaarder voor de in Nederland gevestigde fondsen van Robeco. Daarnaast heeft J.P. Morgan vanaf 9 juli 2018 de securities-lendingactiviteiten voor de in Nederland gevestigde beleggingsfondsen van Robeco overgenomen van RIAM.

Met ingang van 3 december 2018 heeft J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A. de administratie van de in Nederland gevestigde fondsen overgenomen van Robeco.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Algemene informatie (vervolg)

### Looptijd van het fonds

Bedrijfsleningenfonds heeft een beperkte looptijd van 12 jaar, gerekend vanaf het tijdstip van de sluitingsdatum van het fonds d.d. 25 februari 2016. Deze looptijd kan ter uitsluitende beoordeling van de beheerder met maximaal drie perioden van één jaar worden verlengd, indien noodzakelijk voor de ordelijke beëindiging van het fonds en de vereffening van het fondsvermogen. Ontbinding kan ook plaatsvinden door de beheerder indien het fonds op enig moment na de opbouwfase geen beleggingen meer heeft.

### Closed-end fonds

Bedrijfsleningenfonds is een closed-end fonds, hetgeen inhoudt dat Bedrijfsleningenfonds zijn participaties niet doorlopend inkoop.

### Voorwaarden voor beheer en bewaring

De Voorwaarden voor beheer en bewaring en het informatiememorandum van Bedrijfsleningenfonds zijn verkrijgbaar op het adres van het fonds.

### Vertalingen

Dit verslag wordt ook in de Engelse taal gepubliceerd. Slechts de originele uitgave in de Nederlandse taal is rechtsgeldig.

### Doel van het fonds:

Het Bedrijfsleningenfonds ("het fonds") biedt institutionele beleggers de mogelijkheid te beleggen in leningen aan het Nederlandse midden- en kleinbedrijf. Het fonds biedt beleggers hiermee toegang tot een beleggingscategorie met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel.

De beleggers hebben zich vastgelegd voor een maximaal investeringsbedrag, de stortingsverplichting. Dit bedrag wordt in delen opgevraagd door het fonds zodra een investeringsmogelijkheid zich voor doet.

Het fonds belegt in twee soorten leningen:

- Directe leningen door middel van co-financiering met de vier grootste banken van Nederland (ABN-AMRO, ING, Rabobank en Deutsche Bank). Bij directe leningen is sprake van co-financiering met één of meerdere banken, waarbij de bank op het moment van aangaan van de directe lening ten minste voor eenzelfde bedrag participeert als het fonds ('club deal').
- Onderhandse leningen. Het fonds belegt maximaal 25% van het vermogen in deze categorie.

## Kerncijfers

### Overzicht (2018)

	2018	2017	25/02/2016-31/12/2016	Gemiddeld <sup>2</sup>
<b>Performance in % op basis van:</b>				
- intrinsieke waarde	2,0	1,4	2,2	1,9
Totaal nettovermogen <sup>1</sup>	318	260	173	

<sup>1</sup> In miljoenen euro's.

<sup>2</sup> Betreft de periode 25 februari 2016 tot en met 31 december 2018.

## Algemene inleiding

### Terugblik 2018

Het jaar 2018 bleek een keerpunt te zijn voor de wereldwijde financiële markten en de wereldeconomie. De groeifase van de economische cyclus, die in 2009 begon, bereikte namelijk eind 2018 zijn hoogtepunt. In 2017 was de groei bijzonder sterk en evenwichtig, maar afgelopen jaar raakte de groei van de wereldwijde economische activiteit uit balans en sloeg de versnelling om in een vertraging. Dit is typerend voor een laatcyclische economische omgeving. Toch bleef de wereldwijde economische activiteit flink groeien, met een verwachte wereldwijde groei van 3,7% in 2018 (schatting IMF).

Het verslagjaar ging veelbelovend van start, waarbij investeringen een solide bijdrage leverden aan de wereldwijde groei. De beperkingen van de industriële capaciteit werden duidelijker, doordat de werkelijke groei bovengemiddeld bleef in ontwikkelde economieën. De capaciteitsgrenzen van de productie kwamen geleidelijk in zicht en de ongebruikte economische capaciteit nam af, vooral op de Amerikaanse arbeidsmarkt. Daardoor nam de inflatiedruk toe. In de Verenigde Staten (VS) heeft de procyclische fiscale stimulering in de vorm van een lagere vennootschapsbelasting de activiteit van de particuliere sector en het vertrouwen van het bedrijfsleven verder vergroot. De Amerikaanse economie draaide op volle toeren: in het tweede kwartaal van 2018 bereikte de groei van het Amerikaanse bbp een indrukwekkend tempo van 4,2% op jaarbasis, fors boven het groeipad van 2% voor de lange termijn. Dankzij de sterke groei in de VS (3,0% in totaal in 2018) en de inflatie in de buurt van de doelstelling van 2% kon de Federal Reserve (Fed) het hele jaar op 'automatische piloot' blijven draaien.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Algemene inleiding (vervolg)

### Terugblik 2018 (vervolg)

De Fed verhoogde de beleidsrente ieder kwartaal met 25 basispunten naar een niveau dat zij neutraal acht voor de Amerikaanse economie. Daardoor bleef het rendement in de VS aantrekkelijk ten opzichte van de rest van de wereld en bleef de dollar in trek. De daaruit voortvloeiende daling van de dollarliquiditeit zette opkomende markten flink onder druk in het voorjaar van 2018. Dat gold vooral voor de landen die dollars nodig hebben voor de financiering van een tekort op de lopende rekening.

Een belangrijk thema dat de wereldwijde economische groei in de tweede helft van 2018 belemmerde, was de impact van handelsconflicten, en dan vooral die tussen de VS en China. In januari 2018 heeft de VS een invoerheffing ingevoerd op een aantal Chinese exportproducten, omdat het land China beschuldigt van oneerlijke handelspraktijken. In de loop van het jaar heeft dit geleid tot een heffing op meer dan EUR 300 miljard aan bilaterale handel. De Amerikaanse regering is erin geslaagd de bestaande NAFTA-handelsovereenkomst met handelspartners Canada en Mexico te herzien. Ook is de regering een wapenstilstand met de EU overeengekomen over de handel. De twist tussen China en de VS, die allebei streven naar wereldwijde dominantie, heeft echter niet alleen betrekking op handel. Daarom bleef een snelle en allesomvattende oplossing voor het handelsconflict in de loop van 2018 uit. De angst voor een escalerende handelsoorlog begon daardoor het ondernemersvertrouwen te drukken. De bijdrage van de wereldhandel en investeringen aan de wereldwijde economische activiteit nam dan ook af.

Het toegenomen (geo)politieke risico was een rode draad door heel 2018. Zo leek er in het Verenigd Koninkrijk (VK) geen einde te komen aan de wendingen in de discussie over de Brexit. Op moment van schrijven is er nog steeds veel onzekerheid en is de weg naar een oplossing nog niet duidelijk. De kans op een no-deal Brexit is klein omdat dit volstrekt tegen de belangen van het VK en de EU ingaat. Beide partijen gaan tot het uiterste om dit scenario te vermijden. De negatieve economische gevolgen blijven dan ook beperkt. In Italië heeft een nieuwe populistische regering de begrotingsregels van de EU – om de houdbaarheid van het schuldniveau te waarborgen – ter discussie gesteld en gedreigd de norm voor het begrotingstekort te overschrijden om de beloften aan haar kiezers na te komen. In Frankrijk ontstond een populistisch verzet tegen Macrons regering in de vorm van het protest van de ‘gele hesjes’ in de straten van Parijs.

De consumptie was de meest stabiele factor die in 2018 heeft bijgedragen aan de wereldwijde groei, ondanks het negatieve effect van de stijgende olieprijs in de eerste helft van het jaar. In de VS steeg het consumentenvertrouwen naar het hoogste niveau in 18 jaar toen de loongroei tegen het einde van het jaar versnelde naar 3,2%. Langetermijnfactoren hebben nog steeds een negatieve invloed op de bijdrage van inkomen uit arbeid aan de economie, zoals onvoldoende werkgelegenheid, de toename van werken in deeltijd, automatisering en de opkomst van de *gig*-economie – in Nederland ook wel klusjes- of schnabbeleconomie genoemd. Vanuit cyclisch oogpunt heeft de wereldeconomie echter een vergevorderd stadium bereikt, waarin een verdere daling van de werkloosheid geleidelijk leidt tot een grotere loongroei. In China en andere opkomende markten waren de consumentenbestedingen matig en de Chinese economie verzwakte in 2018. Wat betreft economische groei zijn de opkomende markten er niet in geslaagd om de achterstand op de ontwikkelde economieën zichtbaar in te lopen.

Ook vanuit het oogpunt van monetair beleid was 2018 een overgangsjaar, waarin het monetaire beleid aanmerkelijk veranderde van duidelijk ondersteunend naar meer neutraal. Drie factoren hebben bijgedragen aan de verkrapping van de financiële omstandigheden. Ten eerste bleef de Fed op de automatische piloot draaien wat betreft de vaststelling van de conventionele beleidsrente. Ten tweede wordt de balans van de Fed per maand met USD 50 miljard verkleind. En ten derde had de stijging van de dollar in de loop van 2018 een verkrappend effect. Daarnaast heeft de ECB haar maandelijkse netto-aankopen van obligaties (die begin 2015 van start zijn gegaan) eind 2018 beëindigd, onder vermelding van evenwichtige risico's voor de economische groei in de eurozone. De bank sprak het vertrouwen uit dat het inflatiedoel van "net onder de 2%" op de middellange termijn haalbaar is. Als gevolg van de verkrappende financiële omstandigheden heeft de korte rente een inhaalslag gemaakt ten opzichte van de langere rente en de Amerikaanse yield curve was zelfs (deels) omgekeerd in het laatste kwartaal van 2018. Deze inverse yield curve (de situatie waarin kortlopende Treasuries een hoger rendement hebben dan Treasuries met een langere looptijd) is sinds het einde van de Tweede Wereldoorlog een betrouwbare recessie-indicator gebleken, maar wel met een lange en variabele vertraging (de tijd tussen een middellange vertraging en een recessie is 17 maanden).

### Vooruitzichten Nederland<sup>1</sup>

De ontwikkeling van het aanbod van en de vraag naar bedrijfsleningen in Nederland is belangrijk voor het Bedrijfsleningenfonds. Ondanks de positieve economische omstandigheden in de afgelopen jaren is het volume van de uitstaande leningen in 2018 verder afgenomen. Dat geldt zowel voor leningen aan het midden- en kleinbedrijf als voor leningen aan alle bedrijven. Toch is het volume van de uitstaande leningen wel minder snel afgenomen in 2018 en is de daling eind 2018 zelfs tot stilstand gekomen (wat wijst op een stabiel volume van uitstaande leningen). Aan de andere kant is het aanbod van leningen juist toegenomen. De Nederlandsche Bank geeft nu al enige tijd aan dat de Nederlandse banken hun acceptatiecriteria voor leningen hebben versoepeld. Daarnaast is de concurrentie van buitenlandse kredietverstrekkers toegenomen. Dit heeft geresulteerd in lagere inkomsten uit leningen en een algemene versoepeling van de acceptatiecriteria voor bankleningen. Houd er rekening mee dat ontwikkelingen op de langere termijn zoals de implementatie van Basel IV – die de bereidheid van banken om langlopende leningen te verstrekken beperkt – ook nog steeds een rol spelen, maar overvloedige liquiditeit heeft dit effect afgelopen jaar beperkt.

<sup>1</sup> Deze informatie is afkomstig van het CPB.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Vooruitzichten Bedrijfsleningenfonds

Het Bedrijfsleningenfonds heeft een vaste plaats bemachtigd op de Nederlandse markt voor de financiering van midcaps. Het aantal transacties dat banken hebben voorgelegd aan het fonds, bleef hoog in 2018. Dat wijst op een goede reputatie van het fonds in het Nederlandse bankwezen. Toch moet worden opgemerkt dat het aantal transacties dat heeft geleid tot een succesvolle lening, is gedaald. Dit lagere succespercentage is hoofdzakelijk te wijten aan de toegenomen concurrentie tussen kredietverstrekkers en aan het hogere risicoprofiel van de voorgestelde transacties. Daarnaast moet ook het huidige lagere rendement in de Nederlandse bankensector worden genoemd. In 2018 had het fonds te maken met aanzienlijke herfinancieringen door leningnemers vanwege de aantrekkelijke omstandigheden om te lenen. In sommige gevallen konden we niet deelnemen in de nieuwe leningen (herfinancieringen), omdat deze werden gedaan via verschillende instrumenten zoals highyieldobligaties of een unitranche financiering (die niet zijn toegestaan volgens de restricties van het fonds). We verwachten dat de hoeveelheid terugbetalingen in 2019 lager zal liggen dan in 2018. Tot slot zien we de eerste tekenen van onrust op de bredere kapitaalmarkten en met name de markt voor hefboomleningen, maar het is nog maar de vraag of die onrust het komende jaar van invloed zal zijn op de Nederlandse bankensector.

## Beleggingsbeleid

### Beleggingsdoelstelling

De doelstelling van het Bedrijfsleningenfonds is om het Nederlandse bedrijfsleven te co-financieren met gelden van institutionele beleggers. Het fonds biedt aan de participanten toegang tot financieringen aan Nederlandse ondernemingen als beleggingscategorie met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel.

### Beleggingsbeleid

Het Bedrijfsleningenfonds (“het fonds”) biedt institutionele beleggers een unieke toegang tot financieringen aan Nederlandse bedrijven met een aantrekkelijk risico-rendementsprofiel. Het fonds belegt voor rekening en risico van de participanten in i) directe leningen en ii) private placements. Deze beleggingen worden in principe aangehouden tot de einddatum van de leningen. Bij directe leningen is sprake van co-financiering met één of meerdere banken, waarbij de bank op het moment van aangaan van de directe lening ten minste voor eenzelfde bedrag participeert als het fonds (‘club deal’).

Investeren via co-financieringen gebeurt met de vier grootste Nederlandse banken: ING, ABN AMRO, Rabobank en Deutsche Bank. Het fonds sluit niet uit dat in de toekomst meerdere banken zullen participeren in dit initiatief. Door de sterke positie van banken in het segment van middelgrote ondernemingen, verkrijgt het fonds een ruime toegang tot kredieten. Dat betekent dat het fonds de expertise en ervaring van de kredietverstrekkende bank en de door die bank geleverde documenten kan gebruiken. Het fonds blijft zelf geheel verantwoordelijk voor haar eigen kredietanalyse, het besluit om wel of niet te participeren in de transactie, en de revisie van de financiering. Het fonds ontleent daarbij comfort aan het feit dat de risico’s en zekerheden op leningniveau worden gedeeld met één of meer banken, waarbij de bank op het moment van aangaan van de directe lening ten minste voor het zelfde bedrag participeert als het fonds en waarbij een eventuele participatievergoeding pro rata zal worden verdeeld tussen het fonds en de betrokken bank.

### Uitvoering beleggingsbeleid

In 2018 heeft het fonds nieuwe leningen verstrekt aan negen ondernemingen (vier herfinancieringen en vijf ‘nieuwe’ leningnemers). Het totale bedrag van de verstrekte leningen bedroeg EUR 170 miljoen (EUR 103 miljoen voor nieuwe leningnemers en EUR 66 miljoen voor herfinanciering). Hiermee kwam het totaal aan verstrekte leningen aan het eind van 2018 uit op EUR 335 miljoen, tegenover EUR 276 miljoen aan het eind van 2017. Over het algemeen daalde de prijs van nieuwe leningen en waren de nieuwe financieringsstructuren een afspiegeling van de gunstigere omstandigheden voor leningsnemers op de leenmarkt in 2018 (die onder meer resulteerden in hogere schuld niveaus). Desondanks bleven nieuwe bankleningen profiteren van maintenance covenants en een volledig zekerheidspakket (in tegenstelling tot ontwikkelingen op de markt voor hefboomleningen). Tot slot willen we graag wijzen op de diversificatie van de nieuwe leningnemers, die allemaal actief zijn in verschillende eindmarkten.

Het beleggingsbeleid voor 2019 blijft onveranderd ten opzichte van het beleid voor 2018. We richten ons op het beperken van het kredietrisico (15 potentiële bankleningen zijn afgewezen in 2018 vanwege de krediet- en rendementsverwachtingen tegenover 12 in 2017; een stijging naar 33% in 2018 vanaf 21% in 2017) en op het opbouwen van een goed gespreide portefeuille van ondernemingen met vergelijkbare rendementsverwachtingen.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Beleggingsresultaat

### Nettoresultaat per participatie <sup>1</sup>

EUR x 1	2018	2017	25/02/2016- 31/12/2016
Opbrengst beleggingen	29,66	35,63	28,43
Waardeveranderingen	-5,72	-18,26	-3,25
Beheer- en overige kosten	-3,61	-3,61	-3,07
<b>Nettoresultaat</b>	<b>20,33</b>	<b>13,76</b>	<b>22,11</b>

<sup>1</sup> Op basis van het gemiddeld aantal uitstaande participaties over het boekjaar. Het gemiddeld aantal participaties is berekend op dagbasis.

De Internal Rate of Return ("IRR") van het fonds bedraagt een geannualiseerde 1,87% sinds de start van het fonds. Deze IRR is te danken aan de bijdrage van de rente en de bijdrage van het krediet. Hieronder staat meer informatie over de bijdrage van de rente en het krediet.

### Valutabeleid

Het fonds heeft geen posities in buitenlandse valuta's.

### Rendement en risico

De bijdrage van de rente bestaat uit de 'running yield' minus de spread. Voor de meeste transacties betreft dit dus de 'running floating rate' (onze variabele leningen hebben doorgaans een bodem van 0% en de 3-maands en 6-maands Euribor-rente lag onder de nul). Daarnaast zijn sommige leningen met een vaste coupon onder pari gewaardeerd door de rentestijging sinds het verstrekken van de leningen. In totaal heeft de rente -0,17% bijgedragen.

De bijdrage van krediet meet de inkomsten uit de spread plus het effect van veranderingen in de spread. De bijdrage van krediet bedraagt nu 2,04%, wat onder de doelstelling ligt, maar dat komt voornamelijk door uitlopende spreads voor de transacties Freedom, Thor en Pisa (afspiegeling van schatting reële waarde). Houd er rekening mee dat lagere waarderingen een lagere credit rating en vermeend kredietrisico weerspiegelen, maar geen permanente afschrijvingen.

De portefeuille heeft nu een gemiddelde coupon van 290 bp (vierde kwartaal 2017: 324 bp), wat wijst op kleinere marges op nieuwe deals.

### Risicobeheer

Een beschrijving van het risicobeheer is te vinden in de toelichting op de jaarrekening op pagina 17 tot en met 22.

### Vermogensontwikkeling

Gedurende de verslagperiode is het vermogen van het Bedrijfsleningenfonds met EUR 57,6 miljoen gestegen tot EUR 317,8 miljoen. Deze toename wordt verklaard door de posten in het volgende overzicht. Er werd voor EUR 52,1 miljoen aan participaties uitgegeven. De toevoeging van het nettoresultaat zorgde voor een stijging van het vermogen van EUR 5,5 miljoen.

### Vermogensmutatiestaat

	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
<b>Vermogen begin boekjaar</b>	<b>260.199</b>	<b>172.977</b>
Plaatsing participaties	52.100	84.450
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>312.299</b>	<b>257.427</b>
Directe beleggingsopbrengsten	7.975	7.181
Indirecte beleggingsopbrengsten	(1.538)	(3.680)
Kosten	(970)	(729)
<b>Nettoresultaat</b>	<b>5.467</b>	<b>2.772</b>
<b>Vermogen einde boekjaar</b>	<b>317.766</b>	<b>260.199</b>



# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Beloningsbeleid

Het fonds zelf heeft geen personeel in dienst en wordt beheerd door RIAM. De in Nederland werkzame personen voor het bestuur en portefeuillemanagement van het fonds zijn in dienst van Robeco Nederland B.V. De beloning van deze personen geschiedt uit de beheerkosten. Het beloningsbeleid van RIAM, dat van toepassing is op alle onder verantwoordelijkheid van RIAM werkende medewerkers, voldoet aan de toepasselijke vereisten van de Europese kaders van de AIFMD, MiFID, de ICBE-richtlijn, de ESMA-richtsnoeren voor goed beloningsbeleid onder de ICBE-richtlijn, evenals de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen. Het beloningsbeleid kent de volgende doelstellingen:

- a) Bevorderen dat medewerkers in het beste belang van de klanten handelen en geen ongewenste risico's nemen.
- b) Bevorderen van een gezonde bedrijfscultuur, met een sterke focus op het bereiken van duurzame resultaten in lijn met de langetermijndoelstellingen van RIAM en haar stakeholders.
- c) Aantrekken en behouden van goede medewerkers en het fair belonen van talent en prestaties.

## Verantwoordelijkheid voor het beloningsbeleid

De Raad van Commissarissen ziet toe op de correcte toepassing van het beloningsbeleid en is verantwoordelijk voor de jaarlijkse evaluatie. Wijzigingen in het beloningsbeleid moeten worden goedgekeurd door de Raad van Commissarissen. De Nomination & Remuneration Committee van de Raad van Commissarissen van RIAM adviseert de Raad van Commissarissen bij deze taken, met betrokkenheid van de afdeling HR en de relevante interne controlefuncties. RIAM maakt bij de toepassing en evaluatie van het beloningsbeleid geregeld gebruik van verschillende externe adviseurs. De beloning van fondsmanagers bestaat uit een vaste component en een variabele component.

## Vaste beloning

De vaste beloning van elke medewerker is gebaseerd op zijn/haar functie en ervaring en past binnen de door RIAM gehanteerde salarisschalen, die mede zijn afgeleid van benchmarks in de vermogensbeheersector. De vaste beloning is hierdoor marktconform en de medewerkers zijn niet afhankelijk van het al dan niet ontvangen van een variabele beloning.

## Variabele beloning

Conform de geldende wet- en regelgeving wordt het beschikbare budget/de beschikbare pool voor de variabele beloning vooraf goedgekeurd door de Raad van Commissarissen van RIAM op voorstel van de Nomination & Remuneration Committee. Het budget/de pool is in beginsel gebaseerd op een percentage van de operationele winst van RIAM. Om te waarborgen dat de totale variabele beloning de performance van RIAM en de door haar beheerde fondsen adequaat vertegenwoordigt, wordt er bij de vaststelling van het budget/de pool gecorrigeerd voor risico's die kunnen optreden in het betreffende jaar en bovendien voor meerjarige risico's die het risicoprofiel van RIAM kunnen beïnvloeden.

De variabele beloning van de fondsmanager beweegt mee met de meerjarige performance van het fonds. De systematiek is gerelateerd aan de outperformance ten opzichte van jaarlijks vooraf vastgestelde risicogecorrigeerde targets. De berekende outperformance over een periode van 1, 3 en 5 jaar wordt meegewogen bij de vaststelling van de variabele beloning. Voor de bepaling van variabele beloning zijn tevens van belang het gedrag, de mate waarin team- en individuele kwalitatieve en vooraf bepaalde doelstellingen behaald worden, evenals de mate waarin de *corporate values* van Robeco worden nageleefd. Daarnaast wordt de bijdrage van de fondsmanager aan diverse organisatiedoelstellingen meegewogen. Een slechte performance, onethisch gedrag of niet-naleving leiden tot vaststelling van een lagere of zelfs helemaal geen variabele beloning. Voor de senior fondsmanager is daarnaast het regime van Identified Staff van toepassing (zie hieronder).

## Identified Staff

RIAM heeft een specifiek en meer strikt beloningsbeleid ten aanzien van medewerkers die een materiële impact kunnen hebben op het risicoprofiel van het fonds. Medewerkers die dit betreft worden gekwalificeerd als Identified Staff. RIAM heeft voor 2018 naast de directie 94 andere medewerkers geïdentificeerd als Identified Staff, waaronder alle senior portefeuillemanagers, senior management en de hoofden van de controlefuncties (HR, Compliance, Risk Management, Business Control, Internal Audit en Legal). Voor deze medewerkers geldt onder andere dat er extra risicoanalyses worden gedaan op de prestatiedoelstellingen die bepalend zijn voor de toekenning van de variabele beloning, zowel voorafgaand aan het prestatiejaar als achteraf bij de bepaling van de realisatie. Daarnaast wordt voor deze medewerkers de toegekende variabele beloning altijd voor 70% of meer uitgesteld betaald over een periode van vier jaar, waarbij 50% wordt geconverteerd naar fictieve "RIAM"-aandelen waarvan de waarde meebeweegt met de (toekomstige) bedrijfsresultaten.

## Risicobeheersing

RIAM heeft aanvullende risicobeheersmaatregelen met betrekking tot de variabele beloning. Zo heeft RIAM voor alle medewerkers de mogelijkheid om de toegekende variabele beloning terug te vorderen (zgn. claw-back) wanneer deze gebaseerd is op verkeerde aannames, frauduleus handelen, ernstig ongewenst gedrag, ernstige taakverwaarlozing of gedrag dat heeft geleid tot aanzienlijke verliesposten voor RIAM. Ten aanzien van Identified Staff wordt voorts na de toekenning maar voorafgaande aan de daadwerkelijke uitbetaling van de uitgestelde delen een extra analyse gedaan of nieuwe informatie aanleiding geeft om de eerder toegekende variabele beloningsbedragen naar beneden bij te stellen (zgn. malusregeling). De malus kan worden toegepast vanwege (i) wangedrag of ernstig onjuist handelen, (ii) een aanzienlijke verslechtering van de financiële resultaten van RIAM die niet voorzien was ten tijde van de toekenning van de beloning, (iii) een serieuze aantasting van het risicobeheersingssysteem, leidend tot gewijzigde omstandigheden ten opzichte van de toekenning van de variabele beloning, (iv) bewijs van frauduleus handelen door de betreffende medewerker of (v) handelen dat resulteert in aanzienlijke verliezen.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Beloningsbeleid (vervolg)

### Jaarlijkse evaluatie

In 2018 is het beloningsbeleid van RIAM en de toepassing ervan geëvalueerd onder verantwoordelijkheid van de Raad van Commissarissen, geadviseerd door de Nomination & Remuneration Committee. Naar aanleiding van de strategie 2017-2021 van Robeco zijn er enkele (kleine) wijzigingen in het beloningsbeleid aangebracht om een high performance-cultuur te ondersteunen.

### Beloning in 2018

Van de totale beloningen<sup>1</sup> toegekend in 2018 aan de groepen Directie, Identified Staff en Overige medewerkers zijn de volgende bedragen toe te wijzen aan het fonds:

#### Beloningen in EUR x 1

Staff-categorie	Vast loon over 2018	Variabel loon over 2018
Directie (4 leden)	4.295	5.343
Identified Staff (94) (ex directie)	35.275	21.158
Overige medewerkers (680 medewerkers)	106.634	32.265

Het totaal van de vaste en variabele beloning toegerekend aan het fonds is EUR 204.970. Toerekening vindt plaats op basis van de sleutel:

$$\text{totale beloning (vast en variabel) x} \quad \frac{\text{totaal fondsvermogen}}{\text{totaal beheerd vermogen (RIAM)}}$$

Het fonds zelf heeft geen personeel in dienst en heeft zodoende geen beloningen uitgekeerd boven een bedrag van EUR 1 miljoen.

<sup>1</sup> De beloningen zijn gerelateerd aan werkzaamheden die verricht worden voor een of meerdere entiteiten van Robeco.

### Beloning beheerder

De beheerder (RIAM) heeft aan één medewerker een totale beloning uitgekeerd van meer dan EUR 1 miljoen.

## Sustainability investing

Sustainability investing is een van de hoofdpijlers van Robeco's strategie en is stevig verankerd in onze beleggingsovertuiging. Wij zijn ervan overtuigd dat het meewegen van ESG<sup>2</sup>-factoren leidt tot beter gefundeerde beleggingsbeslissingen. Daarnaast zijn we ervan overtuigd dat het uitoefenen van ons stemrecht en het aangaan van een dialoog met ondernemingen een positieve impact heeft op het beleggingsresultaat en de maatschappij. In 2018 hebben we veel gedaan om sustainability investing verder te stimuleren – niet alleen binnen Robeco zelf, maar ook daarbuiten.

Alle beleggingsactiviteiten van Robeco voldoen aan de United Nations Principles for Responsible Investing (UNPRI). In 2018 kreeg Robeco voor alle zeven modules van sustainability investing de hoogst mogelijke score (A+) van de UNPRI. Dit was al het vijfde jaar op rij dat Robeco de hoogste score kreeg voor de meerderheid van de modules die de UNPRI heeft beoordeeld. De verantwoordelijkheid voor de implementatie van sustainability investing ligt bij het hoofd Investments, dat ook een zetel heeft in de Executive Committee van RIAM.

<sup>2</sup> ESG is de afkorting van 'Environmental, Social and Governance', waarmee factoren worden bedoeld op het gebied van milieu, maatschappij en ondernemingsbestuur.

### Focus op stewardship

Het vervullen van onze verantwoordelijkheden op het gebied van stewardship is een integraal onderdeel van Robeco's benadering voor sustainability investing. Een kernpunt van Robeco's missie is het vervullen van de fiduciaire plicht richting klanten en begunstigden. Robeco beheert beleggingen voor verschillende klanten met verschillende beleggingsbehoeften. Wij streven er met onze activiteiten altijd naar de belangen van onze klanten zo goed mogelijk te dienen.

In onze ogen is het een goede ontwikkeling dat er over de hele wereld steeds meer stewardshipcodes komen en we zijn sterk voorstander van actief aandeelhouderschap. Daarom publiceren we op onze website ons eigen stewardshipbeleid. In dit beleid staat hoe we omgaan met mogelijke belangenverstrengeling, hoe we de ondernemingen waarin we beleggen monitoren, hoe we activiteiten uitvoeren op het gebied van engagement en stemmen, en hoe we rapporteren over onze stewardshipactiviteiten.

Als teken van onze sterke betrokkenheid bij stewardship hebben we veel verschillende stewardshipcodes ondertekend. In 2018 heeft Eumedion, het Nederlandse governanceplatform voor institutionele beleggers, een Nederlandse stewardshipcode gepubliceerd. Robeco was lid van de werkgroep die deze code heeft geschreven. In voorgaande jaren hebben we de stewardshipcode van het Verenigd Koninkrijk, Japan en Brazilië ondertekend. Daarnaast voldoet Robeco onder meer aan de Taiwanese Stewardship Principles for Institutional Investors, de Amerikaanse ISG stewardshipprincipes, de Principles for Responsible Ownership in Hongkong, de Singapore Stewardship Principles en de Koreaanse Stewardship Code.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Sustainability investing (vervolg)

### Bijdragen aan de Sustainable Development Goals

In 2016 heeft Robeco in Nederland de Sustainable Development Goals Investing Agenda ondertekend. In 2017 heeft de SDG3-werkgroep, die bestaat uit leden van verschillende beleggingsteams, het Active Ownership-team en RobecoSAM's Sustainability Investing Research-team, verdere voortgang geboekt. Om onze klanten te helpen een bijdrage te leveren aan de doelstellingen, hebben we gewerkt aan het analyseren en ontwikkelen van tools en oplossingen. Dit heeft begin 2018 geleid tot de lancering van het fonds RobecoSAM Global SDG Credits.

Robeco draagt verder bij aan de SDG's door ESG-factoren te integreren in het besluitvormingsproces voor beleggingen en stimuleert ondernemingen via een constructieve dialoog actie te ondernemen voor deze doelstellingen. Tijdens de engagement en de stemactiviteiten wordt voortdurend rekening gehouden met de SDG's. Zo bieden ze de mogelijkheid om te benadrukken welke impact engagement kan hebben op de samenleving. Het Active Ownership-team van Robeco wil dat nieuwe thema's altijd direct verband houden met minimaal één van de doelstellingen. Zo zijn we in 2018 een dialoog aangegaan met ondernemingen over voedselzekerheid, rechtstreeks gelinkt aan het doel geen honger, en over afvalbeheer, met een duidelijk verband met verantwoorde productie en consumptie, maar ook met verschillende milieudoelen.

<sup>3</sup> Sustainable Development Goals (Duurzame Ontwikkelingsdoelen)

### ESG-integratie door Robeco

Duurzaamheid kan op de lange termijn zorgen voor veranderingen in markten, landen en ondernemingen. En aangezien veranderingen van invloed zijn op de toekomstige performance, kunnen ESG-factoren in onze ogen waarde toevoegen aan ons beleggingsproces. We kijken dan ook op dezelfde manier naar deze factoren als naar de financiële positie van een onderneming of het marktmomentum. We beschikken over onderzoek van vooraanstaande duurzaamheidsexperts, waarvan onze zusteronderneming RobecoSAM er een is. Als basis voor haar analyse maakt deze onderneming gebruik van de uitgebreide Corporate Sustainability Assessment (CSA), die algemene en sectorspecifieke duurzaamheidscriteria meeneemt. De beleggingsanalyse is gericht op de meest materiële ESG-factoren en het verband met de financiële prestaties van een onderneming. Zo kunnen wij ons richten op de meest relevante informatie voor onze beleggingsprestaties en komen we tot beter gefundeerde beleggingsbeslissingen.

### Uitsluiting

Robeco hanteert een uitsluitingsbeleid voor ondernemingen die betrokken zijn bij de productie van of handel in controversiële wapens, zoals clustermuniteit en antipersoneelsmijnen, en voor ondernemingen die het United Nations Global Compact (UNGC) structureel ernstig schenden. Voor deze laatste categorie is uitsluiting het laatste middel, dat alleen moet worden ingezet na een mislukte dialoog met de onderneming om de slechte ESG-praktijken te verbeteren. Robeco beoordeelt de praktijken van uitgesloten ondernemingen minimaal één keer per jaar en kan op elk moment besluiten een onderneming weer op te nemen in het beleggingsuniversum als deze kan aantonen dat de gewenste verbeteringen zijn doorgevoerd en de schending van het Global Compact is opgeheven. Robeco heeft het uitsluitingsbeleid en de uitsluitingslijst gepubliceerd op zijn website. Aan het einde van het derde kwartaal van 2018 sloten alle Robeco-fondsen tabakgerelateerde beleggingen uit van hun beleggingsuniversum. De tabaksindustrie wordt in toenemende mate beschouwd als 'nadelig voor de maatschappij' en dit werd erkend door het UN Global Compact, dat als leidraad dient voor ons beleid op het gebied van sustainability investing.

### Actief aandeelhouderschap

Constructieve en effectieve activiteiten voor actief aandeelhouderschap stimuleren ondernemingen hun beheer van risico's en kansen op het gebied van ESG te verbeteren. Dat levert dan weer een betere concurrentiepositie en winstgevendheid op en heeft bovendien een positieve impact op de samenleving. Actief aandeelhouderschap bestaat uit stemmen en engagement. Robeco oefent wereldwijd het stemrecht uit voor de aandelen in zijn beleggingsfondsen. Daarnaast gaat Robeco over kwesties op het gebied van milieu, maatschappij en ondernemingsbestuur een actieve dialoog aan met de ondernemingen waarin wordt belegd. In 2018 zijn onze activiteiten voor actief aandeelhouderschap opnieuw bekroond met de hoogste score (A+) door de Principles for Responsible Investment (PRI). Robeco heeft Active Ownership-specialisten in zowel Rotterdam als Hongkong. In 2018 heeft Robeco met meer dan 200 ondernemingen gesproken over verschillende onderwerpen, uiteenlopend van ondernemingsbestuur tot gegevensbescherming en klimaatverandering. De primaire focus van deze engagement is het aanpakken van strategische ESG-kwesties die van invloed kunnen zijn op waardecreatie op de lange termijn.

### Stemmen

Gezien het karakter van de beleggingen, is het uitoefenen van stemrecht niet relevant voor dit fonds.

### Engagement

Gezien het karakter van de beleggingen, is het aangaan van dialogen met bedrijven niet relevant voor dit fonds.

# Verslag van de beheerder (vervolg)

## Sustainability investing (vervolg)

### **Integratie ESG-factoren in beleggingsprocessen**

Een ESG-analyse is een integraal onderdeel van al onze kredietanalyses. De onderwerpen die in dit kader zijn besproken in 2018 zijn onder andere ondernemingsbestuur, voedselveiligheid, belangenverstrengeling en interne rapportage. Ook voor het midden- en kleinbedrijf worden ESG-kwesties altijd op een proactieve manier aangepakt door de vennootschap en beoordeeld door zowel het fonds als andere kredietverstrekkers. Als voorbeeld noemen we een lening aan een onderneming die in Nederland een belangrijke speler is in de overgang naar een circulaire economie. Deze lening was belegd in overeenstemming met de ICMA Green Bond Principles 2017 & LMA Green Loan Principles 2018 voor de categorie 'Pollution prevention and control' en de EU High Level Expert Group on Sustainable Finance 2018 voor de categorie 'Waste minimization'.

Rotterdam, 17 mei 2019

De Beheerder

# Jaarrekening

## Balans

Voor resultaatbestemming	Toelichtingen	31/12/2018 EUR x 1.000	31/12/2017 EUR x 1.000
<b>ACTIVA</b>			
<b>Beleggingen</b>			
Verstrekke leningen	1	312.881	254.623
<b>Som der beleggingen</b>		<b>312.881</b>	<b>254.623</b>
<b>Vorderingen</b>			
Te vorderen rente	2	1.997	1.219
Vorderingen op gelieerde partijen	3	3	17
Overige vorderingen en overlopende activa		–	435
<b>Totaal aan vorderingen</b>		<b>2.000</b>	<b>1.671</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	4	3.140	4.119
<b>PASSIVA</b>			
<b>Kortlopende schulden</b>			
Te betalen rente		11	–
Schulden aan gelieerde partijen	5	244	214
<b>Totaal aan kortlopende schulden</b>		<b>255</b>	<b>214</b>
<b>Vorderingen en overige activa minus kortlopende schulden</b>		<b>4.885</b>	<b>5.576</b>
<b>Activa minus passiva</b>		<b>317.766</b>	<b>260.199</b>
<b>Samenstelling fondsvermogen</b>			
Participantenkapitaal	6,7		
Participantenkapitaal	6	307.165	255.065
Algemene reserve	6	4.242	1.907
Herwaarderingsreserve	6	892	455
Onverdeeld resultaat	6	5.467	2.772
<b>Fondsvermogen</b>		<b>317.766</b>	<b>260.199</b>

De bij de posten vermelde nummers verwijzen naar de desbetreffende nummers in de toelichtingen.

# Jaarrekening (vervolg)

## Winst-en-verliesrekening

	Toelichtingen	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
Opbrengst beleggingen	9	7.975	7.181
Ongerealiseerde winsten	1	2.374	424
Ongerealiseerde verliezen	1	(4.993)	(4.195)
Gerealiseerde winsten	1	1.082	91
Gerealiseerde verliezen	1	(1)	0
<b>Som der bedrijfsopbrengsten</b>		<b>6.437</b>	<b>3.501</b>
<b>Kosten</b>	12, 13		
Beheerkosten	10	970	729
<b>Som der bedrijfslasten</b>		<b>970</b>	<b>729</b>
<b>Nettoresultaat</b>		<b>5.467</b>	<b>2.772</b>

De bij de posten vermelde nummers verwijzen naar de desbetreffende nummers in de toelichtingen.

# Jaarrekening (vervolg)

## Kasstroomoverzicht

	Toelichtingen	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>			
Nettoresultaat		5.467	2.772
Ongerealiseerde waardeveranderingen	1	2.619	3.771
Gerealiseerde waardeveranderingen	1	(1.081)	(91)
Verstreckte leningen	1	(193.023)	(106.836)
Aflossingen	1	133.227	17.541
Toename (-)/afname (+) van kortlopende vorderingen	2, 3	(329)	(638)
Toename (+)/afname (-) van kortlopende schulden	5	41	67
		<b>(53.079)</b>	<b>(83.414)</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>			
Ontvangen bij plaatsing participaties	6	52.100	84.450
		<b>52.100</b>	<b>84.450</b>
<b>Nettokasstroom</b>			
		<b>(979)</b>	<b>1.036</b>
<b>Toename (+)/afname (-) geldmiddelen</b>			
		<b>(979)</b>	<b>1.036</b>
Liquide middelen begin boekjaar	4	4.119	3.083
<b>Geldmiddelen begin boekjaar</b>		<b>4.119</b>	<b>3.083</b>
Liquide middelen einde boekjaar	4	3.140	4.119
<b>Geldmiddelen einde boekjaar</b>		<b>3.140</b>	<b>4.119</b>

De bij de posten vermelde nummers verwijzen naar de desbetreffende nummers in de toelichtingen.

# Toelichtingen

## Algemeen

De jaarrekening is opgesteld in overeenstemming met Titel 9 van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de Wft. Het boekjaar van het fonds is gelijk aan het kalenderjaar.

Dit verslag wordt ook in de Engelse taal gepubliceerd. Slechts de originele uitgave in de Nederlandse taal is rechtsgeldig.

## Waarderingsgrondslagen

### Algemeen

De jaarrekening is opgesteld op basis van het continuïteitsbeginsel. Tenzij anders vermeld, zijn de in de jaarrekening opgenomen posten gewaardeerd tegen nominale waarde en luiden de bedragen in duizenden euro's. Activa en passiva worden op transactiedatum in de balans verwerkt, dan wel niet langer in de balans opgenomen.

### Financiële beleggingen

De financiële beleggingen zijn geïnclassificeerd als handelsportefeuille en worden, tenzij anders vermeld, gewaardeerd tegen de reële waarde. Voor verstrekte leningen wordt de reële waarde bepaald op basis van netto contante waarde, indien van toepassing, verminderd met bijzondere waardeverminderingverliezen. De netto contante waarde wordt bepaald op basis van de volgende factoren: het aflosschema, het rentebetalingsschema, rentecurves en de creditspread als parameter van de kredietwaardigheid van de leningnemer. De eerste creditspread is gelijk aan de creditspread zoals overeengekomen bij het afsluiten van de lening. RIAM stelt een nieuwe creditspread vast als de omstandigheden daarom vragen. Het amortisatie-effect van bij het verstrekken van de lening ontvangen 'up-front fees' worden in de berekening van de creditspread meegenomen.

### Opnemen en niet langer opnemen van posten in de balans

Beleggingen worden op transactiedatum in de balans verwerkt, dan wel niet langer in de balans opgenomen. Voor verstrekte leningen geldt dat deze in de balans worden opgenomen op het moment dat de lening definitief verstrekt is aan de leningnemer. Verstrekte leningen worden (gedeeltelijk) niet langer in de balans opgenomen op het moment dat de lening (gedeeltelijk) is afgelost. Voor vorderingen en schulden geldt dat deze op de balans worden opgenomen op het moment dat contractuele rechten of verplichtingen ten aanzien van de vorderingen of schulden ontstaan. Vorderingen en schulden worden niet langer in de balans opgenomen indien een transactie ertoe leidt dat de contractuele rechten of verplichtingen ten aanzien van de vorderingen of schulden niet langer bestaan.

### Liquide middelen

Liquide middelen worden gewaardeerd tegen nominale waarde. Indien liquide middelen niet ter vrije beschikking staan, wordt hiermee rekening gehouden bij de waardering.

### Vorderingen

Vorderingen worden na eerste opname gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs op basis van de effectieverentemethode, verminderd met bijzondere waardeverminderingverliezen. Gezien het kortlopende karakter van de vorderingen is de waarde gelijk aan de nominale waarde.

### Schuld

Kortlopende schulden en overige financiële verplichtingen worden na eerste opname gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs op basis van de effectieverentemethode. Gezien het kortlopende karakter van de schulden is de waarde gelijk aan de nominale waarde.

### Vreemde valuta

Het fonds heeft geen posities in buitenlandse valuta's.

## Grondslagen resultaatbepaling

### Algemeen

De resultaten van het beleggingsbeleid worden bepaald door de opbrengst uit beleggingen en koersstijging of -daling. De resultaten worden toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben en worden verantwoord in de winst-en-verliesrekening.

### Verantwoording van baten en lasten

Baten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen wanneer een vermeerdering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermeerdering van een actief of een vermindering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld. Lasten worden verwerkt wanneer een vermindering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermindering van een actief of een vermeerdering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld.

### Opbrengst beleggingen

Dit betreffen de rente-inkomsten van de verstrekte leningen en rente-inkomsten uit hoofde van kasposities. Met lopende rente per balansdatum wordt rekening gehouden.



# Toelichtingen (vervolg)

## Grondslagen resultaatbepaling (vervolg)

### Waardeveranderingen

Hieronder worden de gerealiseerde en niet-gerealiseerde koers- en valutaresultaten gepresenteerd. Realisatie van resultaten vindt plaats bij verkoop als het verschil van de opbrengstwaarde en de gemiddelde historische kostprijs. De ongerealiseerde resultaten betreffen de waardeveranderingen in de portefeuille tussen het begin van het boekjaar en balansdatum, gecorrigeerd voor de gerealiseerde resultaten in geval van verkoop of afwikkeling van posities.

## Grondslagen kasstroomoverzicht

### Algemeen

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. De liquide middelen bestaan uit posten die al dan niet direct opeisbaar zijn.

### Waardebepaling van het fondsvermogen

RIAM zal ten minste iedere laatste beursdag van de maand de samenstelling en de waarde van het fondsvermogen te goeder trouw en met absolute discretie (in overeenstemming met de genoemde waarderingsgrondslagen) in euro's vaststellen.

### Risicobeheer

De aanwezigheid van risico's is inherent aan vermogensbeheer. De manier waarop de beheersing van deze risico's in de dagelijkse bedrijfsvoering is verankerd, is dan ook van groot belang. De beheerder (RIAM) draagt zorg voor een adequate beheersing van risico's via een model met drie 'verdedigingslijnes', te weten het RIAM management in de eerste linie, de afdelingen Compliance en Risk Management in de tweede linie en als derde de afdeling Internal Audit.

Binnen RIAM is het management primair verantwoordelijk voor risicomanagement, als onderdeel van de dagelijkse activiteiten. De afdelingen Compliance en Risk Management ontwikkelen en onderhouden beleid, methoden en systemen waardoor het management in staat gesteld wordt om aan zijn verantwoordelijkheid op risicogebied invulling te geven. Daarnaast wordt binnen deze afdelingen gemonitord of portefeuilles binnen de beleggingsrestricties blijven zoals deze zijn opgenomen in de Voorwaarden voor beheer en bewaring en het informatiememorandum en of zij voldoen aan de interne richtlijnen. Het Risk Management Committee besluit over de invulling van het risicomanagementbeleid en monitort of risico's binnen de gestelde limieten blijven. De afdeling Internal Audit voert audits uit waarbij de effectiviteit van de interne beheersing getoetst wordt.

RIAM maakt gebruik van een risicomanagement- en beheersingsraamwerk dat de beheersing van alle risicotypes ondersteunt. Binnen dit raamwerk worden risico's periodiek geïdentificeerd en beoordeeld op significantie en materialiteit. Interne procedures en maatregelen zijn erop gericht om de beheersing van zowel financiële als operationele risico's vorm te geven. Per risico zijn beheersingsmaatregelen in het raamwerk opgenomen. De effectieve werking van procedures en maatregelen in dit raamwerk wordt actief gemonitord.

### Operationeel risico

Operationeel risico is het risico van verlies als gevolg van inadequate of falende processen, mensen of systemen. Om operationele risico's te mitigeren is Robeco continu op zoek naar mogelijkheden om processen te vereenvoudigen en complexiteit terug te dringen. Automatisering is hierin een belangrijk middel en hiervoor wordt gebruikgemaakt van systemen die gezien kunnen worden als de marktstandaard voor financiële instellingen. Het gebruik van automatisering verhoogt het IT-risico. Dit risico is onder te verdelen in drie categorieën. Het risico dat ongeautoriseerde personen toegang krijgen, wordt beheerst door preventieve en detectieve maatregelen om zowel de toegang tot het netwerk als systemen en data te beheersen. Processen als wijzigingsbeheer en operational management dragen zorg voor monitoring op een werkend systeemlandschap. Tot slot zijn maatregelen voor de continuïteit van de bedrijfsvoering getroffen om het risico van uitval zoveel mogelijk te beperken en in geval van calamiteit zo snel mogelijk weer operationeel te zijn. Via een proces van monitoring wordt periodiek de effectiviteit van genoemde maatregelen zowel intern als extern getest.

### Compliancerisico

Compliancerisico is het risico van sancties, financieel verlies of reputatieschade als gevolg van het niet naleven van de wet- en regelgeving die van toepassing is op de activiteiten van RIAM en de fondsen die RIAM beheert. De activiteiten van RIAM – collectief en individueel portefeuillebeheer – zijn onderworpen aan Europese en nationale regels voor financieel toezicht. Op de naleving van deze regels wordt toegezien door de nationale bevoegde autoriteiten (in Nederland de Autoriteit Financiële Markten (AFM) en De Nederlandsche Bank (DNB)). Het is in het belang van beleggers in de door RIAM beheerde fondsen dat RIAM zich houdt aan alle van toepassing zijnde wet- en regelgeving. RIAM heeft een zorgvuldig proces met duidelijke verantwoordelijkheden geïmplementeerd om ervoor te zorgen dat nieuwe wet- en regelgeving tijdig wordt gerapporteerd en doorgevoerd.

# Toelichtingen (vervolg)

## Risico's financiële instrumenten (vervolg)

### Risicobeheer (vervolg)

#### Compliancerisico (vervolg)

Ook in 2018 hebben belangrijke veranderingen plaatsgevonden op het gebied van wet- en regelgeving die van invloed kunnen zijn op de fondsen die RIAM beheert. Een belangrijk onderdeel hiervan is de Europese Markets in Financial Instruments Directive. Deze richtlijn, ook wel aangeduid als MiFID II, is per 3 januari 2018 van kracht geworden. Europese distributeurs van door RIAM beheerde fondsen mogen op basis van MiFID II in principe geen provisie meer ontvangen en inhouden. RIAM heeft voor elk fonds een zogenaamde 'doelmarkt' gedefinieerd en beschikt over procedures voor ontwikkeling, goedkeuring en toetsing om ervoor te zorgen dat de fondsen de behoeften, kenmerken en doelstellingen van de betreffende doelgroepen weerspiegelen. Daarnaast faciliteert RIAM de informatieverstrekking aan de distributeurs van de fondsen, waardoor beleggers meer informatie krijgen over onder meer, indien van toepassing, de kosten van het fonds en de distributie voorafgaand aan de dienstverlening. RIAM past ook de strengere regels toe met betrekking tot best execution van de fondsen. Daarom publiceert RIAM op zijn website per klasse financieel instrument de vijf beste uitvoeringsplatforms en/of brokers waar orders ter uitvoering zijn geplaatst, samen met een analyse van de kwaliteit van de uitvoering. De kosten van beleggingsonderzoek waren voor rekening van RIAM zelf en zijn niet doorberekend aan de klanten. De voorschriften van deze richtlijn zijn volledig en tijdig geïmplementeerd.

RIAM heeft er ook voor gezorgd dat het beleid en de procedures tegen het gebruik van het financiële stelsel voor het witwassen van geld en de financiering van terrorisme altijd adequaat zijn vormgegeven. In 2018 is nationale wetgeving in het kader van de Fourth Anti-Money Laundering Directive in werking getreden, evenals sectorrichtlijnen voor beleggingsmaatschappijen en fondsbeheerders, uitgevaardigd door de Europese toezichthoudende autoriteiten, voor eenvoudige en uitgebreide klantidentificatie. Hoewel de Fourth Anti-Money Laundering Directive al op 26 juni 2017 in werking is getreden, moet deze nog steeds worden opgenomen in de Nederlandse wetgeving. RIAM heeft zijn procedures en beleid herzien en de nodige aanpassingen doorgevoerd om ervoor te zorgen dat de procedure voor de beoordeling van klanten adequaat is ingericht om de risico's van de klant, de producten en diensten van RIAM en de landen waar de producten worden aangeboden in kaart te brengen.

Op 25 mei 2018 is de Algemene verordening gegevensbescherming (AVG) in werking getreden. Om de naleving hiervan en de vertrouwelijkheid, integriteit en veerkracht van de verwerkingssystemen en -diensten te waarborgen, heeft RIAM alle relevante processen in kaart gebracht waarbij persoonsgegevens betrokken zijn en de bestaande controles beoordeeld. Daarnaast heeft RIAM met alle relevante partijen die namens RIAM persoonsgegevens verwerken een gegevensverwerkingsovereenkomst gesloten. Ook heeft RIAM het beleid voor en de publicaties over de verwerking van persoonsgegevens en de rechten van betrokkenen verbeterd.

#### Ontwikkelingen Financial Risk Management

RIAM werkt voortdurend aan het verbeteren van zijn procedures voor risicobeheer en zijn risico-infrastructuur en -raamwerk. Om de samenwerking tussen het portefeuillebeheer en het risicobeheer te verbeteren, is het gebruik van MSCI Barra getest, goedgekeurd en geïmplementeerd. Dit systeem voor risicobeheer wordt gebruikt om diepgaande analyses van het marktrisico uit te voeren met betrekking tot de exposure in de portefeuilles van RIAM naar factorrisico's. Op basis van een geïntegreerde risico/rendements- en (marktconforme) *outside in*-benadering worden deze analyses gebruikt voor een grondige beoordeling van het risico in de portefeuille.

Aangezien klimaatrisico een essentieel onderdeel van het beleggingsproces aan het worden is, gaat de afdeling Financial Risk Management (FRM) ESG-risico's en klimaatrisico's integreren in het raamwerk voor risicobeheer. In 2018 heeft FRM zich voornamelijk gericht op de ontwikkeling van stressscenario's met betrekking tot het klimaat op basis van CO<sub>2</sub>-uitstoot en de exposure van industrieën in de beleggingsportefeuilles.

Ons systeem (LiquidityMetrics) en onze methodologie voor het meten van liquiditeitsrisico in onze portefeuilles is verbeterd door een samenwerking met IHS Markit ("Markit"). De berekeningen worden nu gebaseerd op echte dealernoteringen (van Markit) en werkelijke handelsvolumes. Het raamwerk van RIAM voor de validatie van modellen is in 2018 gebenchmarkt door verschillende externe consultants. In de rapporten werd geconcludeerd dat het raamwerk van RIAM voor de validatie van modellen voldoet aan de marktnormen.

## Risico's financiële instrumenten

### Beleggingsrisico

De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De intrinsieke waarde van het fonds is afhankelijk van ontwikkelingen op de financiële markten en kan zowel stijgen als dalen. In het bijzonder kunnen wijzigingen in rente en kredietwaardigheid van de bedrijven waaraan geld is geleend de waarde van de beleggingen in het fonds beïnvloeden. Participanten lopen het risico dat zij minder of niets terugkrijgen van hetgeen zij hebben ingelegd. Het algemeen beleggingsrisico kan ook worden gekenmerkt als marktrisico.

### Marktrisico

Binnen marktrisico wordt er een onderscheid gemaakt tussen prijsrisico, valutarisico en concentratierisico. Marktrisico's worden begrensd door middel van limieten op kwantitatieve risicomaatstaven zoals volatiliteit of value-at-risk. Indirect worden hierdoor ook de onderliggende risicotypes (prijsrisico, valutarisico en concentratierisico) begrensd.

# Toelichtingen (vervolg)

## Risico's financiële instrumenten (vervolg)

### Marktrisico (vervolg)

#### Prijrisico

De intrinsieke waarde van het fonds is gevoelig voor marktbevingen. Daarnaast moeten beleggers zich bewust zijn van de mogelijkheid dat de waarde van beleggingen kan fluctueren als gevolg van veranderingen in politieke, economische of marktomstandigheden, en als gevolg van veranderingen in individuele bedrijfsomstandigheden. De gehele portefeuille is blootgesteld aan prijrisico. De beschreven risico's in de paragrafen Renterisico en Kredietrisico zijn de voornaamste bronnen van prijrisico in deze portefeuille.

#### Valutarisico

De basisvaluta van het fonds is de euro. Het fonds heeft geen posities in andere valuta's dan de euro.

#### Concentratierisico

Op grond van het beleggingsbeleid kan het fonds beleggen in leningen aan bedrijven die (hoofdzakelijk) opereren binnen dezelfde sector, regio of op dezelfde markt. Bij geconcentreerde beleggingsportefeuilles hebben gebeurtenissen binnen de sectoren, regio's of markten waarin wordt belegd een sterkere invloed op het fondsvermogen dan bij minder geconcentreerde beleggingsportefeuilles. Concentratierisico's kunnen worden begrensd door middel van relatieve of absolute landen- of sectorconcentratielimieten.

Hieronder zijn de concentraties naar sectoren weergegeven.

#### Concentratierisico naar sectoren

	31/12/2018 % van het netto- vermogen	31/12/2017 % van het netto- vermogen
Communicatiediensten <sup>1</sup>	4,20	5,52
Consument cyclisch	17,08	27,89
Consument defensief	37,58	19,86
Energie	6,57	8,93
Industrie & dienstverlening	14,62	4,80
Informatietechnologie <sup>1</sup>	6,71	12,40
Basismaterialen	–	13,86
Nutsbedrijven	11,69	4,60
Overige activa en passiva	1,55	2,14
<b>Totaal</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

<sup>1</sup> In november 2018 heeft de MSCI de sector telecommunicatiediensten omgedoopt tot communicatiediensten, waar vanaf dat moment veel internetaandelen toe behoren die eerder behoorden tot de sector informatietechnologie.

#### Tegenpartijrisico

Wat betreft het tegenpartijrisico zijn er procedures opgesteld voor de selectie van tegenpartijen, waarin de nadruk ligt op externe kredietwaarderingen en creditspreads. Tegenpartijen voor liquide middelen worden vóór acceptatie beoordeeld op hun kredietwaardigheid met behulp van ratings voor korte en lange termijn van externe bronnen, op basis van creditspread, en op basis van garanties van het moederbedrijf van de tegenpartij. Om onevenredig grote blootstellingen aan een enkele tegenpartij te voorkomen zijn er ook absolute limieten van toepassing. Het minimale acceptatieniveau voor goedkeuring van een tegenpartij is een gemiddelde rating voor de lange termijn die gelijk is aan of hoger is dan A3, en een gemiddelde rating voor de korte termijn die gelijk is aan of hoger dan P-1. Naast externe ratings worden ook kwalitatieve indicatoren gebruikt bij de beoordeling van een nieuwe tegenpartij.

De beleggingsinstelling is inherent blootgesteld aan tegenpartijrisico van zijn participanten voor zover de verplichte kapitaalbijdrage nog niet volledig is betaald. Deze vorm van tegenpartijrisico wordt gemitigeerd door een kredietwaardigheidsbeoordeling voordat participanten door het fonds worden aanvaard.

De bovengenoemde richtlijnen zijn opgesteld voor de beleggingsinstelling in het beste belang van de participanten en kan zonder kennisgeving vooraf worden gewijzigd.

	31/12/2018 EUR x 1.000	% van het netto- vermoge	31/12/2017 EUR x 1.000	% van het netto- vermoge
Verstreckte leningen	312.881	98,46	254.623	97,86
Vorderingen	2.000	0,63	1.671	0,64
Liquide middelen	3.140	0,99	4.119	1,58
<b>Totaal</b>	<b>318.021</b>	<b>100,08</b>	<b>260.413</b>	<b>100,08</b>

# Toelichtingen (vervolg)

## Risico's financiële instrumenten (vervolg)

### Tegenpartijrisico (vervolg)

Bij de berekening van het maximale tegenpartijrisico is geen rekening gehouden met eventuele ontvangen onderpanden. Tegenpartijrisico's worden begrensd door middel van limieten op de blootstelling per tegenpartij uitgedrukt als percentage van het fondsvermogen.

### Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is een onopzettelijke vorm van risico dat een gevolg is van het gevoerde beleggingsbeleid. Liquiditeitsrisico manifesteert zich als financiële instrumenten niet tijdig verkocht kunnen worden zonder daarvoor extra kosten te maken. Liquiditeitsrisico laat zich in twee categorieën opsplitsen: uittredingsrisico en liquiditeitsrisico van financiële instrumenten.

### Uittredingsrisico

Door het closed end karakter van het fonds is er geen sprake uittredingsrisico.

### Liquiditeitsrisico van financiële instrumenten

Het fonds belegt voornamelijk in illiquide beleggingen. Gegeven het 'buy & hold'-karakter van het fonds is het niet de insteek om vroegtijdig posities te liquideren, maar mocht dit wel het geval zijn, dan kan liquiditeitsrisico zich voordoen, vanwege de illiquide posities.

### Renterisico

Renteschommelingen kunnen van invloed zijn op de waarde van de vastrentende beleggingen. In onderstaande tabel is een overzicht opgenomen van de portefeuille verdeeld naar resterende looptijd.

#### Resterende looptijd in jaren

	% van het 31/12/2018	% van het 31/12/2017
	<b>Bedrijfsleningenfonds</b>	<b>Bedrijfsleningenfonds</b>
0 tot 1 jaar	1,54	2,14
1 tot 5 jaar	43,13	54,32
5 tot 10 jaar	55,33	43,54
<b>Totaal</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

De gemiddelde modified duration<sup>1</sup> per 31 december 2018 bedroeg 3,1 jaar (2,1 jaar per 31 december 2017). Het beleid van het fonds is erop gericht dat een groot deel van de portefeuille zal bestaan uit leningen met een variabele rente, gebaseerd op een Euribor-rente met een opslag. Dit zal een neerwaartse invloed hebben op de gemiddelde modified duration van de portefeuille. Maximaal 25% van het toegezegde kapitaal zal worden belegd in leningen met een vaste coupon. Hieronder is een overzicht opgenomen met de verdeling van leningen naar soort.

<sup>1</sup> Het begrip 'modified duration' is een maatstaf voor de rentevoeligheid en daarmee van het renterisico van de portefeuille en geeft bij benadering de procentuele waardeverandering van de portefeuille weer die als gevolg van 1 procentpunt rentestijging of -daling optreedt.

#### Verdeling van leningen naar soort

	31/12/2018		31/12/2017	
	in % van verstrekke leningen	in % van toegezegd kapitaal	in % van verstrekke leningen	in % van toegezegd kapitaal
Bankleningen (variabele rente)	60,30	19,70	70,10	18,60
Onderhandse leningen (vaste rente)	23,70	7,70	29,90	7,90
Onderhandse leningen (variabele rente)	16,00	5,20	–	–
<b>Totaal</b>	<b>100,00</b>	<b>32,60</b>	<b>100,00</b>	<b>26,50</b>

### Kredietrisico

Beleggingen in vastrentende financiële instrumenten zijn onderworpen aan risico's in verband met rentepercentages, in gebreke blijven van betaling en kredietrisico. Financiële instrumenten met een lagere kredietwaardigheid brengen over het algemeen meer op dan financiële instrumenten met een hogere kredietwaardigheid als compensatie voor het hogere risico van in gebreke blijven van de instelling die de betreffende financiële instrumenten heeft uitgegeven. Financiële instrumenten met een lagere kredietwaardigheid zijn in het algemeen gevoeliger voor kortetermijnontwikkelingen van ondernemingen en de markt dan financiële instrumenten met een hogere kredietwaardigheid, die hoofdzakelijk reageren op fluctuaties in het algemene niveau van wisselkoersen. Financiële instrumenten kunnen het risico lopen te worden geclassificeerd als verminderd kredietwaardig doordat ze een lagere kredietbeoordeling krijgen. De bankleningen van het fonds delen normaliter in al het onderpand van het bedrijf zoals voorraden, debiteuren of onroerend goed. Voor 25 van de 32 leningen is onderpand ontvangen. Het fonds houdt bij zijn beleggingsbeslissingen en de reguliere beoordelingen van de leningen rekening met de waarde van het bedrijf in een stressscenario en de verwachte opbrengst van het onderpand in geval van een faillissement of herstructurering, waarbij de verwachting is dat de hoogste opbrengst wordt gerealiseerd door de verkoop van het bedrijf

# Toelichtingen (vervolg)

## Risico's financiële instrumenten (vervolg)

### Kredietrisico (vervolg)

als geheel en niet door de verkoop van de afzonderlijke activa van de leningnemer. Een maatstaf die het Loss-Given-Default-percentage wordt genoemd, drukt het verlies uit in het geval van een faillissement of herstructurering. Het Loss-Given-Default-percentage geeft een schatting weer van de uitstaande lening minus de maximale geschatte waarde van het bedrijf in een stressscenario en de verwachte opbrengst van het onderpand op dat moment. Het gemiddelde Loss-Given-Default-percentage bedraagt 33,6%, wat betekent dat een geschat gemiddelde van 66,4% (EUR 207,7 miljoen) van de uitstaande leningen gedekt is. Voor de leningen van het fonds wordt het Loss-Given-Default-percentage op 31 december 2018 bepaald op basis van de beleggingsbeslissingen van de Credit Committee bij het verstrekken van de leningen. De onderpanden zijn niet in de balans opgenomen en zijn niet herbelegd. NB: onderhandse leningen zijn normaal gesproken ongedekt, wat betekent dat er geen onderpanden (of zekerheden) zijn verstrekt door de leningnemer. Toch wordt ook hiervoor een Loss-Given-Default-schatting gemaakt.

De kredietwaardigheid van kredietnemers wordt beoordeeld door gebruik te maken van een extern ratingmodel. De afdeling risicobeheer heeft voorafgaand aan het gebruik van dit model een validatie uitgevoerd op basis van de modeldocumentatie.

Voor het fonds gelden er concentratielimieten voor vastrentende portefeuilles om het risico van een lagere classificatie en in gebreke blijven (zogenaamde 'event risks') te beperken. Het creditspreadrisico wordt meegenomen in de algemene marktrisicomatregelen.

In onderstaande tabel zijn voor beleggingen in verstrekte leningen de credit ratings opgenomen.

#### Credit rating \*

	31/12/2018	31/12/2017
	% van het	% van het
	netto-	netto-
	vermogen	vermogen
Investment grade	14,20	8,20
Lager dan investment grade	85,80	91,80
<b>Totaal</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

\* Een kredietwaardigheid van BBB of hoger wordt beschouwd als investment grade.

De gemiddelde spreadduration<sup>1</sup> per 31 december 2018 bedroeg 4,8 jaar (eind 2017: 4,3 jaar).

<sup>1</sup> Het begrip 'spread duration' is een maatstaf voor de prijsgevoeligheid van de portefeuille voor verandering in de creditspread en daarmee van het kredietrisico van de portefeuille en geeft bij benadering de procentuele waardeverandering van de portefeuille weer die als gevolg van een stijging of daling van de creditspread met 1 procentpunt optreedt. Spreadduration wordt vermeld in jaren.

### Kasstroomrisico

De verstrekte leningen in het fonds zijn blootgesteld aan kasstroomrisico, doordat de leningnemer op elk moment kan besluiten de lening geheel of gedeeltelijk af te lossen. Indien een lening in de opbouwfase wordt afgelost, zal het fonds een nieuwe investering zoeken met mogelijk een lagere rentevergoeding.

### Risico van vroegtijdige beëindiging

In het geval van ontbinding van de beleggingsinstelling, zal het liquidatiesaldo over de participanten worden verdeeld naar verhouding van hun participaties. Het is mogelijk dat de waarde van een participatie ten tijde van de liquidatie is gedaald tot beneden de waarde op het moment van aankoop van die participatie door een participant.

### Beheerder

Robeco Institutional Asset Management B.V. ("RIAM") is de beheerder van het fonds. RIAM neemt in die hoedanigheid het vermogensbeheer de administratie en de marketing en distributie van het fonds voor haar rekening. RIAM beschikt over een AIFMD-vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wft, alsmede over een vergunning als beheerder van ICBE's (2:69b Wft), inclusief het beheren van individuele vermogens en het adviseren over financiële instrumenten. RIAM staat onder toezicht van de Stichting Autoriteit Financiële Markten ("AFM"). Het fonds is door de beheerder geregistreerd bij de AFM. RIAM is via Robeco Holding B.V. (tot 1 januari 2018 Robeco Groep N.V.) een 100%-dochteronderneming van ORIX Corporation Europe N.V., dat onderdeel is van ORIX Corporation.

### Bewaarder

De activa van het fonds worden bewaard door J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 door Citibank Europe plc). J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 Citibank Europe plc) is aangewezen als bewaarder van het fonds in de zin van artikel 4:62n Wft. De bewaarder is verantwoordelijk voor het toezicht op het fonds voor zover vereist onder en in overeenstemming met de toepasselijke wetgeving. De beheerder, het fonds en J.P. Morgan Bank Luxembourg S.A., Amsterdam Branch (tot 9 juli 2018 Citibank Europe plc) hebben een overeenkomst inzake bewaring gesloten.

# Toelichtingen (vervolg)

## Risico's financiële instrumenten (vervolg)

### **Aansprakelijkheid van de bewaarder**

De bewaarder is jegens het fonds en/of de participanten aansprakelijk voor het verlies van een in bewaarneming genomen financieel instrument door de bewaarder of door een derde aan wie de bewaarneming is overgedragen. De bewaarder is niet aansprakelijk indien hij kan aantonen dat het verlies het gevolg is van een externe gebeurtenis waarover hij redelijkerwijs geen controle heeft en waarvan de gevolgen onvermijdelijk waren, ondanks alle inspanningen om ze te verhinderen. De bewaarder is jegens het fonds en/of de participanten eveneens aansprakelijk voor alle andere verliezen die zij ondervinden doordat de bewaarder zijn verplichtingen uit hoofde van de bewaarovereenkomst met opzet of door nalatigheid niet naar behoren nakomt. Participanten kunnen de aansprakelijkheid van de bewaarder indirect invoeren door middel van de beheerder. Indien de beheerder niet aan een dergelijk verzoek wil meewerken, zijn de participanten bevoegd om de schadeclaim rechtstreeks bij de bewaarder in te dienen.

### **Gelieerde partijen**

Het fonds en de beheerder kunnen gebruikmaken van de diensten van en transacties verrichten met aan het fonds gelieerde partijen als bedoeld in het BGfo, zoals RIAM, Robeco Nederland B.V. en ORIX Corporation. De diensten betreffen het uitvoeren van aan deze partijen uitbestede werkzaamheden, zoals (1) het uitlenen van effecten, (2) het inlenen van personeel en (3) plaatsing en opname van participaties in het fonds. Onder andere de volgende transacties kunnen worden verricht met gelieerde partijen: treasury management, derivatentransacties, uitlenen van financiële instrumenten, kredietverstrekking en het aan- en verkopen van financiële instrumenten op een gereguleerde markt of multilaterale handelsfaciliteit. Al deze diensten en transacties vinden plaats tegen marktconforme tarieven.

## Toelichting op de balans

### 1. Verstrekte leningen

#### Verloop van de verstrekte leningen

	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
Boekwaarde (reële waarde) begin boekjaar	254.623	169.008
Verstrekte leningen	193.023	106.836
Aflossingen	(133.227)	(17.541)
Ongerealiseerde verliezen	(2.619)	(3.771)
Gerealiseerde winsten	1.081	91
<b>Boekwaarde (reële waarde) einde boekjaar</b>	<b>312.881</b>	<b>254.623</b>

Een uitsplitsing naar credit rating, looptijd en sector is opgenomen onder de toelichting Risico's financiële instrumenten.

#### Transactiekosten

Gedurende de verslagperiode waren er geen expliciete transactiekosten. De transactiekosten voor verstrekte leningen worden niet separaat in rekening gebracht.

### 2. Te vorderen rente

Dit betreft vorderingen uit hoofde van de lopende rente op de leningenportefeuille.

### 3. Vorderingen op gelieerde partijen

Dit betreft de vergoeding door RIAM voor de in rekening gebrachte kosten door de bewaarder. Volgens artikel 10.2 van de voorwaarden wordt het bewaarloon niet in rekening gebracht aan het fonds, maar betaald door RIAM.

### 4. Liquide middelen

Dit betreft:

	31/12/2018 EUR x 1.000	31/12/2017 EUR x 1.000
Liquide middelen ter vrije beschikking	3.140	4.119
<b>Totaal</b>	<b>3.140</b>	<b>4.119</b>

### 5. Schulden aan gelieerde partijen

Dit betreft de volgende schulden aan RIAM:

	31/12/2018 EUR x 1.000	31/12/2017 EUR x 1.000
Schulden uit hoofde van beheervergoeding	244	214
<b>Totaal</b>	<b>244</b>	<b>214</b>

## Toelichting op de balans (vervolg)

### 6. Fondsvermogen

	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
<b>Verloop fondsvermogen</b>		
<b>Participantenkapitaal Bedrijfsleningenfonds</b>		
Stand begin boekjaar	255.065	170.615
Ontvangen op geplaatste participaties	52.100	84.450
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>307.165</b>	<b>255.065</b>
<b>Algemene reserve</b>		
Stand begin boekjaar	1.907	(142)
Toevoeging resultaat voorgaand boekjaar	2.772	2.362
Dotatie herwaarderingsreserve	(437)	(313)
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>4.242</b>	<b>1.907</b>
<b>Herwaarderingsreserve</b>		
Stand begin boekjaar	455	142
Dotatie	437	313
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>892</b>	<b>455</b>
<b>Onverdeeld resultaat</b>		
Stand begin boekjaar	2.772	2.362
Nettoresultaat	5.467	2.772
Toevoeging algemene reserve	(2.772)	(2.362)
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>5.467</b>	<b>2.772</b>
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>317.766</b>	<b>260.199</b>

### 7. Fondsvermogen, uitstaande participaties en intrinsieke waarde per participatie

	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016
Vermogen in EUR x 1.000	317.766	260.199	172.977
Aantal uitstaande participaties	300.509	250.820	169.097
Intrinsieke waarde per participatie in EUR	1.057,43	1.037,40	1.022,95

### 8. Niet uit de balans blijvende rechten en verplichtingen

Per balansdatum hadden de participanten gezamenlijk een verdere betalingsverplichting van EUR 652,8 miljoen.



## Toelichting op de winst-en-verliesrekening

### Opbrengst

#### 9. Opbrengst beleggingen

Dit betreft:

	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
Rente		
Rente op verstrekte leningen	8.145	7.207
Rente op banktegoeden	(170)	(26)
<b>Totaal</b>	<b>7.975</b>	<b>7.181</b>

### Kosten

#### 10. Beheerkosten

De beheervergoeding wordt in rekening gebracht door de beheerder. De vergoeding wordt dagelijks berekend op basis van het fondsvermogen. De beheervergoeding bedraagt 0,0875% per kwartaal (0,35% per jaar).

##### Beheerkosten op basis van het informatiememorandum

	%
Beheerkosten	0,35

Uit de beheerkosten worden bekostigd (1) de kosten voor de administratie inclusief de kosten met betrekking tot wettelijke rapportages waaronder jaar- en halfjaarberichten, (2) de door derden in rekening gebrachte kosten verbonden aan het kopen, verkopen en bewaren van financiële instrumenten inclusief aan het verrichten van daarmee verband houdende werkzaamheden, (3) de kosten die de bewaarder in rekening brengt, (4) de kosten voor de dienstverlening door NLII en (5) de kosten voor de externe accountant en andere externe experts. In het resultaat van het fonds zijn geen kosten voor de externe accountant opgenomen. Van de door RIAM betaalde kosten voor de externe accountant had EUR 45 duizend betrekking op de controle van het Bedrijfsleningenfonds. De door RIAM betaalde kosten voor de externe accountant betreffen uitsluitend kosten in verband met de controle van de jaarrekening.

#### 11. Performance fee

Het Bedrijfsleningenfonds is niet onderworpen aan een performance fee.

#### 12. Lopende kosten

	2018 %	2017 %
Beheerkosten	0,35	0,35
<b>Totaal</b>	<b>0,35</b>	<b>0,35</b>

Het percentage van de lopende kosten is gebaseerd op het gemiddeld vermogen. Het gemiddeld vermogen wordt op dagbasis berekend. De lopende kosten omvatten alle kosten die in de verslagperiode ten laste van het fonds zijn gebracht, exclusief de kosten van transacties in financiële instrumenten en rentekosten. In de lopende kosten zijn evenmin opgenomen de eventueel betaalde vergoedingen voor toe- en uittreding die in rekening worden gebracht door distributeurs.

#### 13. Maximale kosten

In het informatiememorandum van het fonds worden voor bepaalde kostenposten maximumpercentages van het gemiddeld vermogen gesteld. In onderstaande tabel worden deze maximumpercentages vergeleken met de werkelijk in rekening gebrachte kosten.

	2018 EUR x 1.000	2018 % van het netto- vermogen	Maximum op basis van het informatie- memorandum
Beheerkosten aandelenklasse Bedrijfsleningenfonds	970	0,35	0,35
Kosten bewaarder <sup>1</sup>	–	0,00	0,01

<sup>1</sup> Volgens artikel 10.2 van de voorwaarden wordt het bewaarloon niet in rekening gebracht aan het fonds, maar betaald door RIAM.

## Toelichting op de winst-en-verliesrekening (vervolg)

### Kosten (vervolg)

#### 14. Omloopfactor

De omloopfactor (*portfolio turnover rate*) bedraagt over de verslagperiode 98% (vorige verslagperiode 19%). De omloopfactor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de portefeuille van het fonds en is een maatstaf voor de gemaakte transactiekosten als gevolg van het gevoerde portefeuillebeleid en de daaruit voortkomende beleggingstransacties. De omloopfactor wordt bepaald door het bedrag van de turnover uit te drukken in een percentage van het gemiddelde fondsvermogen. Het gemiddeld fondsvermogen wordt op dagbasis berekend. Het bedrag van de turnover wordt bepaald door de som van de aan- en verkopen van de beleggingen te verminderen met de som van de plaatsingen en opnamen van eigen participaties. De som van plaatsingen en opnamen eigen participaties wordt bepaald als het saldo van alle plaatsingen en opnamen in het fonds. Kasgelden en geldmarktbeleggingen met een oorspronkelijke looptijd korter dan één maand zijn in de berekening buiten beschouwing gelaten.

#### 15. Transacties met gelieerde partijen

Gedurende de verslagperiode waren er geen transacties met gelieerde partijen. Gedurende de verslagperiode heeft het fonds aan RIAM de volgende bedragen aan beheerkosten betaald:

##### Betaalde beheerkosten en service fee

	Tegenpartij	2018 EUR x 1.000	2017 EUR x 1.000
Beheerkosten	RIAM	970	729

De genoemde beloning geschiedt uit de beheerkosten en wordt betaald door RIAM en wordt dus niet apart in rekening gebracht bij het fonds.

#### 16. Fiscale status

Het fonds is fiscaal transparant. Een nadere beschrijving van de fiscale status is opgenomen in de algemene informatie van het verslag van de beheerder op pagina 4.

#### 17. Voorstel resultaatbestemming

Het resultaat voor het Bedrijfsleningenfonds zal worden toegevoegd aan de reserves.

Rotterdam, 17 mei 2019

De Beheerder

Robeco Institutional Asset Management B.V.

Beleidsbepalers RIAM:

Gilbert O.J.M. Van Hassel

Karin van Baardwijk

Monique D. Donga

Peter J.J. Ferket

Martin O. Nijkamp

Hans-Christoph von Reiche

Victor Verberk

# Overige gegevens

## Bepalingen omtrent de bestemming van het resultaat

Gedurende de eerste vijf (5) jaar na de Sluitingsdatum zullen inkomsten in het Fonds in beginsel worden herbelegd. Indien echter de kaspositie van het Fonds voor een onafgebroken periode van ten minste drie (3) maanden meer dan 5% van het Fondskapitaal bedraagt, zal er een uitkering worden gedaan aan de Participanten zodat de nieuwe kaspositie van het Fonds niet meer dan 5% van het Fondskapitaal zal bedragen. Er zullen echter geen uitkeringen worden gedaan indien de Kapitaalbreng van een Deelnemende Participant nog niet op hetzelfde niveau als dat van de overige Participanten is gebracht, zoals genoemd in artikel 14.1. Een eventuele participatievergoeding die wordt betaald bij het verstrekken van een Lening zal pro-rata worden verdeeld tussen het Fonds en de betrokken bank.

Na de eerste vijf (5) jaar na de Sluitingsdatum zullen inkomsten in het Fonds voortvloeiend uit beleggingen van het Fonds telkens (al dan niet gedeeltelijk) aan de Participanten worden uitgekeerd door een daartoe strekkend besluit van de Beheerder indien, na aftrek van de in Artikel 10 bedoelde kosten, 1) de kaspositie van het Fonds op kwartaaleinde meer dan 0,5% van het Fondskapitaal bedraagt, 2) de kaspositie van het Fonds meer dan 5% van het Fondskapitaal bedraagt, of 3) zoveel eerder als de Beheerder een uitkering wenselijk vindt. Uitkeringen zullen worden gedaan in contanten naar rato van het aantal Participaties van een Participant ten opzichte van het totaal van alle Participaties. Desondanks behoudt de Beheerder zich het recht voor geen uitkering te doen en inkomsten te reserveren ten behoeve van het Fonds om daaruit verplichtingen van het Fonds te voldoen. Deze uitkeringen zijn niet belast met dividendbelasting.

## **Controleverklaring van de onafhankelijke accountant**

Aan: de Algemene Vergadering en de beheerder van Bedrijfsleningenfonds

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

#### ***Ons oordeel***

Wij hebben de jaarrekening 2018 van Bedrijfsleningenfonds (hierna 'het fonds') te Rotterdam (hierna 'de jaarrekening') gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de betreffende jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van Bedrijfsleningenfonds per 31 december 2018 en van het resultaat over 2018, in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

De jaarrekening bestaat uit:

- 1 de balans per 31 december 2018;
- 2 de winst-en-verliesrekening over 2018;
- 3 het kasstroomoverzicht over 2018; en
- 4 de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en overige 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 Bedrijfsleningenfonds zoals vereist in 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.

### **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 Verslag van de beheerder;
- de overige 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 controle van de jaarrekening 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 beheerder van het fonds is verantwoordelijk voor het opstellen van de andere informatie, waaronder het Verslag van de beheerder en de overige gegevens in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

## **Beschrijving van verantwoordelijkheden met betrekking tot de jaarrekening**

### ***Verantwoordelijkheden van de beheerder van het fonds voor de jaarrekening***

De beheerder van het fonds is verantwoordelijk voor het opmaken en het getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. In dit kader is de beheerder van het fonds verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing als de beheerder van het fonds noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet de beheerder van het fonds afwegen of de onderneming in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemd verslaggevingsstelsel moet de beheerder van het fonds de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteitsveronderstelling, tenzij de beheerder van het fonds het voornemen heeft om het fonds te liquideren of de bedrijfsactiviteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is. De beheerder van het fonds moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de onderneming haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

### ***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 de 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 beheerder van het fonds en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat de door de beheerder van het fonds 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 haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om in onze controleverklaring de aandacht 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 het fonds haar continuïteit niet langer kan handhaven;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen; en
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de beheerder van het fonds 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.

17 mei 2019

KPMG Accountants N.V.

G.J. Hoeve RA