



# **ONDERZOEK VERSLAGGEVING 2010 PUBLIEKE BELEGGINGSFONDSEN AANGEBODEN IN NEDERLAND**



## **Risico toelichting**

---

De krediet- en landen crisis hebben de aandacht voor risicomanagement aanzienlijk vergroot. Hoe hebben beleggingsfondsen dit opgepakt in hun verantwoording?

## **Hedge funds**

---

Dit jaar ook de hedge funds afzonderlijk onder de loep genomen. Ons onderzoek geeft enkele interessante uitkomsten ten aanzien van de jaarverslaggeving door Hedge Funds.

## **Best practices**

---

Een aantal beleggingsinstellingen neemt het voortouw en laat zien dat het jaarverslag door transparant te zijn bij uitstek kan dienen als platform voor het afleggen van verantwoording en het creëren van vertrouwen.



# Inhoudsopgave

|   |    |
|---|----|
| Afkortingen en termen   | 6  |
| Voorwoord   | 7  |
| Samenvatting  | 9  |
| 1 Aanleiding en doelstelling  | 11 |
| 2 Onderzoeksaanpak  | 11 |
| 2.1 Populatie   | 11 |
| 2.2 Kader van wet- en regelgeving   | 12 |
| 2.3 Beperkingen   | 13 |
| 3 Onderzoeksresultaten per onderdeel  | 14 |
| 3.1 De verklaring inzake de bedrijfsvoering beheerder                               | 14 |
| 3.1.1 Onderzoeksaspecten  | 14 |
| 3.1.2 Onderzoeksresultaten Verklaring inzake de bedrijfsvoering                     | 14 |
| 3.1.3 Analyse onderzoeksresultaten  | 15 |
| 3.1.4 Conclusie transparantie verklaring inzake de bedrijfsvoering en aanbevelingen | 16 |
| 3.2 Fund Governance   | 16 |
| 3.2.1 Onderzoeksaspecten  | 16 |
| 3.2.2 Conclusie over Fund Governance  | 18 |
| 3.3 Directieverslag   | 18 |
| 3.3.1 Onderzoeksaspecten  | 18 |
| 3.3.2 Onderzoeksresultaten  | 19 |
| 3.3.3 Analyse en conclusie onderzoeksresultaten                                     | 19 |
| 3.4 Risicotoelichtingen   | 20 |
| 3.4.1 Onderzoeksaspecten  | 20 |
| 3.4.2 Onderzoeksresultaten  | 21 |
| 3.4.3 Analyse onderzoeksresultaten  | 21 |
| 3.4.4 Conclusie over de risicotoelichting   | 22 |
| 3.5 Beleggingen   | 23 |
| 3.5.1 Onderzoeksaspecten  | 23 |
| 3.5.2 Onderzoeksresultaten  | 24 |
| 3.5.3 Analyse onderzoeksresultaten  | 24 |
| 3.5.4 Conclusie over toelichting op beleggingen                                     | 25 |
| 3.6 Verwerking van kosten   | 25 |
| 3.6.1 Onderzoeksaspecten  | 25 |
| 3.6.2 Onderzoeksresultaten  | 26 |
| 3.6.3 Analyse onderzoeksresultaten  | 26 |
| 3.6.4 Conclusie over transparantie kosten   | 27 |
| 3.7 Hedge funds   | 27 |
| 3.8 Puttable instruments  | 29 |
| 4 Onderzoeksresultaten op fondsniveau   | 30 |
| 4.1 Score per beleggingsfonds   | 30 |
| 4.2 Omvang beleggingsfondsen  | 31 |
| 4.3 Verdeling over accountantskantoren  | 32 |
| 4.4 Performance & kosten  | 33 |
| 5 Best practices  | 34 |
| 5.1 Verklaring inzake de bedrijfsvoering beheerder                                  | 34 |
| 5.2 Fund Governance   | 35 |
| 5.3 Directieverslag   | 36 |
| 5.4 Risicotoelichtingen   | 37 |
| 5.5 Beleggingen   | 40 |
| Gebruikte bronnen   | 36 |

|                    |   |
|--------------------|---|
| <b>AFM</b>         | Autoriteit Financiële Markten   |
| <b>AO/IC</b>       | Administratieve organisatie en systeem van interne controle   |
| <b>BGfo</b>        | Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen  |
| <b>BW</b>          | Burgerlijk Wetboek  |
| <b>DUFAS</b>       | Dutch Fund and Asset Management Association, Nederlandse branchevereniging van en voor professionele vermogensbeheerders waarvan de leden meer dan 90% van de Nederlandse vermogensbeheerders vertegenwoordigen                   |
| <b>Hedgefonds</b>  | Beleggingsfondsen die zijn opgenomen in de Hollandse Hedge Fund index   |
| <b>Jaarverslag</b> | De term jaarverslag zoals in dit rapport wordt gehanteerd, dient te worden geïnterpreteerd als het directieverslag tezamen met de jaarrekening, toelichting op de jaarrekening en de overige gegevens alsmede eventuele bijlagen. |
| <b>RJ</b>          | Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving   |
| <b>TER</b>         | Total expense ratio   |
| <b>VEB</b>         | Vereniging van effectenbezitters  |
| <b>Wft</b>         | Wet op het financieel toezicht  |

Het jaar 2010 stond in het teken van de opkomst van de landencrisis. Voornamelijk in Europa maar inmiddels wereldwijd siddert de financiële wereld onder de schulden crisis van meerdere grote landen. Hoewel 2010 voor veel beleggingsfondsen qua rendement een goed jaar is geweest, lijkt 2011 behoorlijk negatief te gaan worden (visie augustus 2011). Termen als kredietrisico, landenrisico en schulden crisis zijn inmiddels bij iedereen bekend en zullen naar verwachting ook in vele jaarverslagen terugkomen.

Dit jaar hebben we naast ‘gewone’ Wft fondsen ook hedge funds als aparte groep in het onderzoek betrokken. In eerdere jaren namen we in het onderzoek slechts de hedge funds mee die binnen de werkingssfeer van de Wft vielen. Dit jaar hebben we hieraan een tiental fondsen uit de Hollandse Hedge Fund Index toegevoegd. We maken hierbij graag van de gelegenheid gebruik de hedge funds managers van deze fondsen te bedanken voor de medewerking aan ons onderzoek.

De voor dit jaar geformuleerde onderzoeksaspecten komen sterk overeen met de onderzochte aspecten in voorgaande onderzoeken. Ook de doelstelling van het onderzoek is ongewijzigd. De doelstelling is het beoordelen van de mate waarin de verslaggevingregels worden toegepast in de markt voor beleggingsfondsen. Daarnaast biedt het delen van de onderzoeksresultaten ons een platform voor het delen van onze visie op en interpretatie van de verslaggevingregels die in Nederland op beleggingsfondsen van toepassing zijn. In het laatste deel van het onderzoek hebben wij enkele ‘best practices’ opgenomen welke direct aan de onderzochte jaarverslagen zijn ontleend. Dit hoofdstuk kan behulpzaam zijn bij verslaggevingvraagstukken voor uw beleggingsfonds(en).

Wij wensen u veel leesplezier en hopen dat ons onderzoek een waardevolle bijdrage kan leveren aan uw kennis en interpretatie van de verslaggevingregels voor publieke beleggingsfondsen in Nederland. Wij staan open voor suggesties tot een aanvullend- of vervolgonderzoek. Daarnaast kunt u voor vraagstukken of onze adviesdiensten rondom verslaggeving voor beleggingsfondsen contact met ons opnemen.

Hoogachtend,

Het Management Team



Martin Stravers



Roger van den Berg



Marco van Empel

Dit jaar hebben we een groep hedge funds geselecteerd uit de Hollandse Hedge Fund index en deze meegenomen in het onderzoek. Een vergelijking met de totale populatie leert dat de risicotoelichtingen van hedge funds aanzienlijk beter zijn dan die van traditionele beleggingsfondsen. Ook zien wij dat hedge funds meer verantwoording afleggen over de kosten die de belegger betaalt bij participatie in het fonds.

Opvallend is dat het aantal beleggingsfondsen met illiquide beleggingen sterk is afgenomen ten opzichte van eerdere jaren. Dit kan te maken hebben met de verder toegenomen liquiditeit in de markt. De verslaggevingseisen ten aanzien van beleggingen met een minder frequente marktnotering worden nog steeds in onvoldoende mate opgevolgd. Hierdoor is niet altijd uit een jaarverslag af te leiden op welke wijze de waardering is bepaald (anders dan een zeer algemene beschrijving), de frequentie, eventuele toetsing door een onafhankelijke derde en inzicht in het effect op de liquiditeit van het beleggingsfonds. Daar komt bij dat niet altijd de wettelijk verplichte herwaarderingsreserve wordt gevormd.

Qua risicotoelichting concluderen wij wederom dat hier nog veel ruimte voor verbetering is. Te vaak worden algemene definities gegeven en gaat de beheerder niet kwalitatief en kwantitatief in op het risicobeleid en de blootstelling aan risico's op balansdatum. Wel zien wij een aantal zeer positieve uitschieters op dit gebied.

Op basis van ons onderzoek concluderen wij dat de Verklaring inzake de bedrijfsvoering steeds meer gestandaardiseerd en daardoor vrijwel nietszeggend is geworden. De kracht van een uitgebreide verklaring, zoals aanbevolen door DUFAS/EY in de handreiking uit 2007, wordt schijnbaar door de meeste beheerders niet onderkend. Waarschijnlijk bestaan bij de beheerders bezwaren tegen een dergelijke transparantie waardoor met een weinig informatieve standaardverklaring wordt volstaan.

Ten aanzien van de verantwoording over Fund Governance zien we ten opzichte van vorig jaar een sterke verbetering. Wij zijn van mening dat een sterke Fund Governance structuur en transparantie hierover relevanter is dan de verklaring inzake de bedrijfsvoering. DUFAS heeft deze uitspraak zelf ook eerder gedaan bij de Round Table 'in control verklaring belegginginstellingen' van 2 maart 2010.

De VEB heeft op 1 december 2010 een speerpuntenbrief voor aandeelhoudersvergaderingen van beleggingsfondsen 2011 uitgebracht waarin performance fee, distributievergoeding, verslaglegging toezicht, benchmarks en het valutabeleid zijn behandeld. Op grond van ons onderzoek concluderen wij dat de huidige jaarverslagen op een aantal speerpunten onvoldoende transparant is. Wij zijn dan ook benieuwd hoe de VEB de jaarverslagen 2010 heeft beoordeeld.

Wij concluderen dat de introductie van de richtlijn over puttable instruments (classificatie van en toelichting over puttable instruments) onvoldoende is opgepakt door de Nederlandse markt. Dit is opmerkelijk, temeer omdat de Raad voor de Jaarverslaggeving zelf in haar Ten Geleide de verwachting had uitgesproken dat puttable participaties eerder als vreemd vermogen zouden classificeren dan als eigen vermogen. Slechts een enkel fonds heeft de classificatie aangepast en toegelicht.

## 1. Aanleiding en doelstelling

Mede door de kredietcrisis en de crisis rondom de euro hebben beleggingsfondsen en zeker ook hedge funds het afgelopen jaar weer nadrukkelijk in de belangstelling gestaan. Samen met de ontwikkelingen in de regelgeving is dit voor ons aanleiding geweest het onderzoek ook dit jaar weer uit te voeren. Gezien de toegenomen aandacht voor de risicoparagraaf en Fund Governance hebben wij deze onderwerpen nadrukkelijk in het onderzoek van dit jaar betrokken.

In Nederland zijn de publiekelijk aangeboden beleggingsfondsen onderworpen aan de Wet op het financieel toezicht (Wft), welke op 1 januari 2007 van kracht is geworden. Deze fondsen zijn tevens onderworpen aan de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving (RJ). Voor het verslagjaar 2010 waarop dit onderzoek is gebaseerd, zijn in de voor beleggingsinstellingen relevante richtlijnen slechts beperkt aanpassingen doorgevoerd. Nieuw was echter wel de introductie van puttable instruments zoals we dat kennen vanuit IFRS (RJ 290.808).

De voor dit jaar geformuleerde onderzoeksaspecten komen sterk overeen met de onderzochte aspecten in voorgaande onderzoeken. Ook de doelstelling van het onderzoek is ongewijzigd. De doelstelling is het beoordelen van de mate waarin de verslaggevingregels worden toegepast in de markt voor beleggingsfondsen. Daarnaast biedt het delen van de onderzoeksresultaten ons een platform voor het delen van onze visie op en interpretatie van de verslaggevingregels die in Nederland op beleggingsfondsen van toepassing zijn.

## 2. Onderzoeksaanpak

Dit onderzoek richt zich op jaarverslagen 2010 van beleggingsinstellingen welke in Nederland publiekelijk worden aangeboden. Op de website van de toezichthouder op de financiële markten in Nederland, de Autoriteit Financiële Markten (AFM), is een register opgenomen van vermogensbeheerders met een vergunning op basis van de Wft en de beleggingsfondsen welke zij onder beheer hebben. Op basis van deze informatie is allereerst de populatie bepaald. Vervolgens is bepaald op welke wijze de populatie is in te delen en op welke wijze de selectie vervolgens dient plaats te vinden. Op basis van eerder uitgevoerd onderzoek en de ontwikkelingen in de financiële markten van het afgelopen jaar hebben wij de relevante verslaggevingsregels beoordeeld voor het interessegebied van de belangrijkste groep gebruikers. In aanvulling hierop is een aantal specialisten op het gebied van verslaggeving voor financiële instellingen geconsulteerd. Het commentaar en de suggesties van deze specialisten hebben wij betrokken bij het formuleren van de onderzoeksvragen en de aanpak van dit onderzoek.

### 2.1. Populatie

De populatie beleggingsfondsen welke in Nederland publiekelijk worden aangeboden is, zoals hiervoor aangegeven, te bepalen op basis van de website van de AFM. Deze groep beleggingsfondsen is omvangrijk. De groep beheerders die deze beleggingsfondsen in beheer hebben is echter veel beperkter. Een beheerder is verantwoordelijk voor het opstellen van het jaarverslag van de beleggingsfondsen onder zijn beheer. Voor ons onderzoek zijn wij uitgegaan van de volgende basisveronderstelling:

Om het verslaggevingproces zo effectief en efficiënt mogelijk in te richten, zal een beheerder voorafgaand aan de jaarafsluiting een voorbeeld jaarverslag voor zijn beleggingsfondsen opstellen (of laten opstellen) en deze aan de externe accountant voorleggen. Vervolgens zal het voorbeeld jaarverslag voor alle beleggingsfondsen waar dit, op grond van de juridische status en van toepassing zijnde verslaggevingsregels,

mogelijk is worden gebruikt. De basisveronderstelling is derhalve dat bij een beheerder een uniform proces bestaat voor de totstandkoming van de jaarverslagen, gebaseerd op één voorbeeld jaarverslag voor alle op te stellen jaarverslagen.

Op grond van deze basisveronderstelling is in dit onderzoek de populatie beheerders als uitgangspunt genomen en niet de populatie beleggingsfondsen. Immers, indien wij zouden zijn uitgegaan van de beleggingsfondsen hadden grote partijen zoals ING, Fortis, Delta Lloyd, Van Kempen en Robeco (met tussen de 20 en 100 Wft fondsen, inclusief subfondsen van paraplufondsen, onder beheer) een grote kans hebben veelvuldig te worden geselecteerd. Dit terwijl het format van de jaarverslagen van alle fondsen van een dergelijke partij grote overeenkomsten kennen en hiermee, naar onze veronderstelling, ook de compliance met wet- en regelgeving. Dit zou betekenen dat indien meerdere fondsen van een dergelijke partij in de selectie zouden worden opgenomen, de uitkomsten van ons onderzoek geen evenwichtig beeld over de verschillende beheerders zal geven.

In totaal hebben wij 52 (van de in totaal 102) verschillende beheerders getoetst die in Nederland publiekelijk aangeboden beleggingsfondsen onder beheer hebben. Onze selectie heeft aselekt plaatsgevonden teneinde een representatieve doorsnede van de Nederlandse markt te verkrijgen.

## 2.2. Kader wet- en regelgeving

De wet- en regelgeving op gebied van verslaggeving voor publiekelijk aangeboden beleggingsfondsen wordt gevormd door:

- Titel 9 Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek;
- Wet op het financieel toezicht;
- Richtlijnen voor de jaarverslaggeving.

Vanuit deze wet- en regelgeving is een selectie gemaakt van te onderzoeken verslaggevingseisen. Wij hebben de naar onze mening, en die van de geconsulteerde specialisten, meest relevante verslaggevingseisen geselecteerd. In het kader van verslaggeving door beleggingsfondsen zijn verslaggevingseisen als meer relevant te beschouwen wanneer deze meer nadrukkelijk in de specifieke informatiebehoefte van stakeholders van beleggingsfondsen voorzien. Deze stakeholders betreffen (niet limitatief):

- Aandeelhouders (participanten of potentiële participanten in het beleggingsfonds);
- Toezichthouders (AFM en DNB);
- Crediteuren (beheerder, bewaarder, externe accountant);
- Fiscus;
- Overig publiek, waaronder studenten, onderzoekers, potentiële aandeelhouders, etc.

De belangrijkste groep stakeholders zijn de aandeelhouders. Deze zijn hoofdzakelijk geïnteresseerd in:

- Rendement (ten opzichte van de benchmark en vergelijkbare beleggingsfondsen);
- Kostenstructuur: beheervergoeding, prestatievergoeding, vergoeding voor aan- en verkopen door aandeelhouders, transactiekosten, distributievergoedingen, security lending fees;
- Onzekerheden ten aanzien van de waardering van de activa van het beleggingsfonds, toelichting van risico's ten aanzien van financiële instrumenten;
- Risico/rendementverhouding, volatiliteit, duurzaamheid/voorspelbaarheid van de rendementen;
- Strategie en de organisatie om deze strategie te realiseren.

De hierboven gedefinieerde interessegebieden van de stakeholders zijn richtinggevend geweest bij de selectie van te onderzoeken verslaggevingseisen. Ons onderzoek geeft informatie over de mate waarin de beleggingsfondsen hierover transparantie bieden. De onderzochte verslaggevingseisen zijn aangevuld met subvragen aan de hand waarvan is onderzocht of vanuit de markt vrijwillig aanvullende toelichtingen worden gegeven. In hoofdstuk 3 presenteren wij de onderzoeksresultaten per interessegebied.

## 2.3. Beperkingen

Elk onderzoek bevat een aantal beperkende elementen. De door ons geïdentificeerde beperkingen ten aanzien van de uitkomsten van dit onderzoek zijn de volgende:

### Onderzoeksaspecten

- Het onderzoek bevat een beperkte selectie van de geldende verslaggevingseisen die zijn opgenomen in het wettelijk kader. Indien alle geldende verslaggevingseisen (ruim 550) zouden worden onderzocht, zou de compliance score op fondsniveau kunnen afwijken;
- Een beperkt aantal onderzoeksaspecten heeft betrekking op verslaggevingsrichtlijnen die niet wettelijk verplicht zijn; de compliance score kan in bepaalde gevallen anders (veelal hoger) uitvallen indien deze onderzoeksaspecten uit de onderzoeksresultaten zouden worden gefilterd;
- Transparantie versus compliance: Het geheel niet opnemen van een toelichting is in ons onderzoek als niet transparant en non-compliant beschouwd. Het is mogelijk dat in werkelijkheid de toelichting niet van toepassing was en daarmee wel aan de betreffende verslaggevingseis wordt voldaan. Hoewel wij, door het intensief bestuderen van de jaarrekeningen, ons uiterste best hebben gedaan deze gevallen te beperken, kan het zijn dat onterecht het ontbreken van een bepaalde toelichting als non-compliant is aangemerkt. In onze opinie is in dergelijke gevallen geen sprake van volledig transparante verslaggeving aangezien het voor gebruikers duidelijker is als wordt toegelicht dat, in een situatie dat een aspect expliciet wordt vermeld in de wet of RJ, een dergelijke toelichting niet van toepassing is.

### Populatie

- Uitgangspunt is de populatie van de beheerders gezien hun verantwoordelijkheid voor de verslaggeving. Vanuit deze populatie is per beheerder van één beleggingsfonds het jaarverslag geselecteerd;
- Niet van alle geselecteerde beheerders is een website aangetroffen of een jaarverslag van het geselecteerde beleggingsfonds. De populatie is uiteindelijk op 52 jaarverslagen uitgekomen.

### Onderzoeksresultaten in het algemeen

- Wij hebben als methode van onderzoek gekozen voor 'desk research' en hebben derhalve geen interviews afgenomen. Dit heeft mede te maken met het feit dat het voorliggende onderzoek gebaseerd is op eerdere en vergelijkbare door ons uitgevoerde onderzoeken; De resultaten zijn vooraf niet met de individuele beheerders afgestemd of besproken. Dit onderzoeksrapport, afgezien van de best practices, is daarom geanonimiseerd. Beheerders of andere belanghebbenden die in de resultaten van hun fonds zijn geïnteresseerd, kunnen contact opnemen met Solutional (zie [www.solutional.eu](http://www.solutional.eu) voor contactgegevens).

### 3. Onderzoeksresultaten per onderdeel

In dit hoofdstuk gaan wij in op de onderzoeksaspecten, de onderzoeksresultaten, de analyse van de onderzoeksresultaten en de naar aanleiding hiervan geformuleerde conclusies over de transparantie. De volgende onderzoeksaspecten zijn door ons onderzocht:

- De verklaring inzake de bedrijfsvoering van de beheerder;
- Fund Governance;
- Directieverslag;
- Beleggingen;
- Risico's financiële instrumenten;
- Verwerking van kosten;
- Hedge funds.

#### 3.1. De verklaring inzake de bedrijfsvoering van de beheerder

Artikel 121 lid 1 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen verplicht een beheerder een verklaring inzake de bedrijfsvoering op te nemen in de jaarverslagen van de in Nederland publiek aangeboden beleggingsfondsen die deze beheerder onder beheer heeft. De belangenvereniging van in Nederland werkzame vermogensbeheerder en belegginginstellingen, DUFAS, heeft in samenwerking met Ernst & Young Accountants LLP in 2006 en 2007 een handreiking uitgebracht waarin aanwijzingen worden gegeven hoe te komen tot deze verklaring inzake de bedrijfsvoering (voorheen AO/IC verklaring) en heeft ook aandacht besteed aan de formulering hiervan.

##### 3.1.1 Onderzoeksaspecten

Op basis van wet- en regelgeving en de handvatten vanuit de Handreiking AO/IC hebben wij de volgende onderzoeksaspecten geformuleerd:

- Is de verklaring inzake de bedrijfsvoering van de beheerder opgenomen?
- Is de conclusie in de verklaring positief of negatief geformuleerd?
- Wat is de aard en diepgang van de verklaring inzake de bedrijfsvoering vergeleken met de Handreiking AO/IC -verklaring?
- Welke periode beslaat de verklaring inzake de bedrijfsvoering?
- Is inzage gegeven in de belangrijkste risico's en controls?
- Is aangegeven op welke wijze is vastgesteld hoe de organisatie rondom het beleggingsfonds 'in control' is (scope, assurance framework)?
- Hoeveel afwijkingen worden gemeld?
- Worden afwijkingen gekwalificeerd indien hiervan melding is gemaakt?
- Wordt een tolerantie gemeld indien melding is gemaakt van afwijkingen?

##### 3.1.2 Onderzoeksresultaten Verklaring inzake de bedrijfsvoering

In deze paragraaf presenteren wij de onderzoeksresultaten en onze analyse hiervan. Ter illustratie zijn de resultaten van ons vergelijkbare onderzoek van de twee voorgaande jaren naast de uitkomsten van dit jaar gepresenteerd.

Uit het onderzoek blijkt dat 49 van de 52 onderzochte jaarverslagen een verklaring inzake de bedrijfsvoering bevatten. In de jaarrekening waar de verklaring inzake de bedrijfsvoering ontbreekt, is niet aangegeven waarom deze niet is opgenomen. Voor 2 jaarverslagen is deze eis niet van toepassing omdat deze

beleggingsfondsen niet onder de Wft vallen. Voor de 49 jaarverslagen waar wel een verklaring inzake de bedrijfsvoering in opgenomen is, zijn de volgende resultaten naar voren gekomen.

| Formulering   | 2010      |              | 2009      |              | 2008      |              |
|---------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|               | Aantal    | %            | Aantal    | %            | Aantal    | %            |
| Positief      | 39        | 79,6         | 32        | 80,0         | 37        | 88,1         |
| Negatief      | 10        | 20,4         | 8         | 20,0         | 5         | 11,9         |
| <b>Totaal</b> | <b>49</b> | <b>100,0</b> | <b>40</b> | <b>100,0</b> | <b>42</b> | <b>100,0</b> |

| Aard en diepgang           | 2010      |              | 2009      |              | 2008      |              |
|----------------------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|                            | Aantal    | %            | Aantal    | %            | Aantal    | %            |
| Minimaal wettelijk vereist | 5         | 10,2         | 3         | 7,5          | 9         | 21,4         |
| DUFAS/EY beknopt           | 34        | 69,4         | 27        | 67,5         | 23        | 54,8         |
| DUFAS/EY uitgebreid        | 7         | 14,3         | 6         | 15,0         | 9         | 21,4         |
| Anders                     | 3         | 6,1          | 4         | 10,0         | 1         | 2,4          |
| <b>Totaal</b>              | <b>49</b> | <b>100,0</b> | <b>40</b> | <b>100,0</b> | <b>42</b> | <b>100,0</b> |

| Inzage risico's en controls | 2010      |              | 2009      |              | 2008      |              |
|-----------------------------|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|                             | Aantal    | %            | Aantal    | %            | Aantal    | %            |
| Ja                          | 2         | 4,1          | 2         | 5,0          | 2         | 4,8          |
| Nee                         | 47        | 95,9         | 38        | 95,0         | 40        | 95,2         |
| <b>Totaal</b>               | <b>49</b> | <b>100,0</b> | <b>40</b> | <b>100,0</b> | <b>42</b> | <b>100,0</b> |

| Inzage wijze van vaststelling 'in control' | 2010      |              | 2009      |              | 2008      |              |
|--|-----------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
|  | Aantal    | %            | Aantal    | %            | Aantal    | %            |
| Ja   | 11        | 22,4         | 9         | 22,5         | 10        | 23,8         |
| Nee  | 38        | 77,6         | 31        | 77,5         | 32        | 76,2         |
| <b>Totaal</b>                              | <b>49</b> | <b>100,0</b> | <b>40</b> | <b>100,0</b> | <b>42</b> | <b>100,0</b> |

##### 3.1.3 Analyse onderzoeksresultaten

###### Keuze formulering negatief/positief

In onze onderzoeken over de periode 2006 tot en met 2008 hebben wij geconstateerd dat elk jaar steeds meer beheerders voor een positief geformuleerde verklaring inzake de bedrijfsvoering hebben gekozen. Wij zien op basis van het onderzoek over verslagjaar 2009 en 2010 dat deze positieve trend is omgeslagen. In onze interpretatie van artikel 121 Bgfo is een positieve formulering van de verklaring verplicht: '... bevat een verklaring...dat de bedrijfsvoering van de belegginginstelling effectief en overeenkomstig de beschrijving functioneert'. Deze formulering sluit naar onze mening een negatieve bewoording van de verklaring uit.

### Aard en diepgang

We constateren een verdere versobering van de verklaring inzake de bedrijfsvoering. Tachtig procent kiest inmiddels voor de standaardformulering (beknopt) of zelfs het wettelijk minimum. Dit is overeenkomstig voorgaande jaren. Het lijkt erop dat de markt hier een modus in heeft gevonden.

### Inzicht in belangrijkste risico's en controls

Evenals uit onze voorgaande onderzoeken is gebleken, is geen verbetering waarneembaar ten aanzien van het inzicht dat wordt gegeven in de belangrijkste risico's en controls.

### Inzicht in wijze vaststelling 'in control'

Ten aanzien van de wijze waarop is vastgesteld dat de organisatie 'in control' is, wordt in iets mindere mate dan vorig jaar toegelicht.

### Melding geconstateerde afwijkingen

Dit jaar zien we geheel geen melding van afwijkingen. Deze constatering past in de trend van standaardisering van de verklaring inzake de bedrijfsvoering.

#### 3.1.4 Conclusie transparantie verklaring inzake de bedrijfsvoering en aanbevelingen

Op basis van de onderzoeksresultaten zien wij dat wederom een lichte versobering in de formulering van de verklaring inzake de bedrijfsvoering is doorgevoerd. We zien zelfs terug dat het aantal statements dat slechts voldoet aan het wettelijk minimum vereiste (licht) toeneemt. Na een aantal jaren van toenemende transparantie over de opzet en het functioneren van de bedrijfsvoering, zien we in de verantwoordingen dat de aandacht op dit gebied het laatste jaar is teruggelopen.

Wij concluderen dat de verklaring inzake de bedrijfsvoering inmiddels weinig informatief is en hierdoor geheel niet meer past in een jaarverslag waarin nuttige relevante informatie aan stakeholders dient te worden gegeven. Hoewel wij het belang van eenduidige rapportering in het kader van vergelijkbaarheid onderschrijven, zijn wij van mening dat aan de relevantie van deze rapportering afbreuk wordt gedaan wanneer dit beperkt wordt tot het wettelijk gestelde minimum of elke versobering van de rapportage daar naar toe.

## 3.2. Fund Governance

### 3.2.1 Onderzoeksaspecten

De onderzochte aspecten ten aanzien van Fund Governance zijn de volgende:

1. Is in het jaarverslag separaat melding gemaakt hoe wordt omgegaan met Fund Governance?
2. Wordt gebruik gemaakt van derde partijen ten behoeve van de uitvoering van Fund Governance?
3. Heeft het Fonds onafhankelijke bestuurders?

De onderstaande tabel geeft de uitkomsten van deze onderzoeksaspecten weer.

| Ref | Aspect                     | Toelichting opgenomen | Niet opgenomen | 2010 % | 2009 % |
|-----|----------------------------|-----------------------|----------------|--------|--------|
| 1.  | Melding FG in jaarverslag  | 28                    | 24             | 53,8   | 38,1   |
| 2.  | Gebruik van derde partijen | 34                    | 18             | 65,4   | 75,6   |
| 3.  | Onafhankelijke bestuurders | 7                     | 45             | 13,5   | 31,0   |

### Melding in het jaarverslag

Conform Principle 7 van de DUFAS Fund Governance Code zou de beheerder op de website de Fund Governance code moeten publiceren. In het door ons uitgevoerde onderzoek ten aanzien van de toepassing van Fund Governance in Nederland hebben wij als versterkende maatregel geïdentificeerd dat de beheerders transparantie geven door zowel op de website als in de jaarverslagen in te gaan op de Fund Governance Code.

In 28 van de 52 jaarverslagen oftewel 54% (2009: 16 van de 42 jaarverslagen, oftewel 38%) hebben wij een toelichting ten aanzien van Fund Governance aangetroffen. In de toelichting werd doorgaans ingegaan op de wijze waarop de beheerder de Fund Governance Code van DUFAS heeft geïmplementeerd en werd verwezen naar de website voor de volledige versie van de Code. Het is duidelijk te zien dat een positieve trend is opgepakt als het gaat om Fund Governance. Voor de volledigheid melden wij nog dat wij geen specifiek onderzoek hebben gedaan of de onderzochte beheerders lid zijn van DUFAS. Beheerders die geen lid zijn, zijn uiteraard niet verplicht te verwijzen naar de Fund Governance Code.

### Gebruik maken van derde partijen ten behoeve van Fund Governance

Ondanks dat het geen specifieke eis vanuit de DUFAS Fund Governance Code is, hebben wij onderzoek verricht naar het gebruik van derde partijen ten behoeve van Fund Governance. DUFAS gaat overigens wel in op het onafhankelijk opereren van de toezichtfunctie op de dagelijkse bedrijfsvoering. Internationaal wordt het gebruik van derde partijen gezien als versterkende maatregel. Dit kan betrekking hebben op commissarissen (algemeen toezicht), compliance officers (toezicht wet- en regelgeving vanuit Wft, met name gericht op belangen van aandeelhouders), risk management (toezicht op het risicoprofiel), waarderingsexperts (toetsing waarderingvraagstukken), en de administrateur (bepaling intrinsieke waarde, administratie, rapportage e.d.). Wij onderschrijven het standpunt dat het gebruik van derde partijen in het kader van Fund Governance als versterkende maatregel geldt.

Wij hebben vastgesteld dat in 34 van de 52 jaarverslagen sprake is van derde partijen waar in het kader van Fund Governance gebruik van wordt gemaakt, ofwel 65,4% van de onderzochte populatie. Dit is een daling van ruim 10% ten opzichte van de onderzochte populatie van het onderzoek 2009, hoewel in absolute zin sprake is van een stijging omdat in het voorgaande onderzoek 31 van de 41 jaarverslagen op dit punt positief scoorden. Wij zien geen duidelijke aanknopingspunten voor deze ontwikkeling, maar constateren wel dat het vrijwel dezelfde deelpopulatie is die voor Fund Governance van derde partijen gebruik maakt.

### Heeft het fonds onafhankelijke bestuurders

De DUFAS Fund Governance Code eist niet dat onafhankelijke bestuurders in de directie (van de beheerder) zijn opgenomen. Internationaal wordt dit echter wel als sterke maatregel gezien en in sommige landen zelfs vereist vanuit de van toepassing zijnde wet- en regelgeving. Onder onafhankelijk wordt in dit kader verstaan dat het bestuur breed is samengesteld met minimaal één lid dat onafhankelijk is van de dagelijkse bedrijfsvoering (dus bijvoorbeeld niet verantwoordelijk voor portfolio management of back office). Uiteraard is dit voor de kleinere beheerder een maatregel die moeilijk te realiseren is.

In 7 van de 52 jaarverslagen hebben wij kunnen vaststellen dat gebruik gemaakt is van onafhankelijke bestuurders (2009: 13 van de 42). Aangezien dit een aspect is dat niet snel wijzigt, kan deze uitkomst te maken hebben met de selectie van beheerders. De algemene lijn is wel dat het hebben van onafhankelijke bestuurders nog geen gemeengoed is in de Nederlandse markt.

### 3.2.2 Conclusie over Fund Governance

Wij concluderen dat wederom meer aandacht bestaat voor Fund Governance. Waar wij in het onderzoek over de jaarverslagen 2008 slechts in 8 gevallen van de 42 (19%) constateerden dat men inging op Fund Governance is na een verdubbeling in 2009 tot 38%, verder toegenomen tot 54% in 2010. Daarnaast wordt ook inhoudelijk meer transparantie geboden. Het lijkt dat Fund Governance meer leeft dan de verklaring inzake de bedrijfsvoering waardoor meer aandacht besteed wordt aan het raamwerk van Governance en de wijze waarop dit in de praktijk wordt toegepast en bewaakt. Het hebben van onafhankelijke bestuurders is daarentegen nog geen gemeengoed in de Nederlandse markt.

## 3.3. Directieverslag

### 3.3.1 Onderzoekaspecten

De op de regelgeving gebaseerde onderzoekaspecten ten aanzien van het directieverslag zijn de volgende:

1. Teneinde de jaarrekening zinvol te kunnen interpreteren, zal in het jaarverslag algemene informatie omtrent de rechtspersoon en de daaraan verbonden ondernemingen moeten worden verschaft. Deze informatie omvat in ieder geval:
  - a. Doelstelling
  - b. Aanduiding kernactiviteiten
  - c. Juridische structuur
  - d. Interne organisatiestructuur en personele bezetting
  - e. Belangrijke elementen van het gevoerde beleid
2. Bij de bespreking in het jaarverslag dient door middel van een evenwichtige en volledige analyse tenminste aan de volgende aspecten aandacht te worden besteed:
  - a. Ontwikkelingen gedurende het boekjaar
  - b. Behaalde omzet en resultaten
  - c. Toestand op balansdatum (solvabiliteit en liquiditeit)
  - d. Voornaamste risico's en onzekerheden
  - e. Kasstromen en financieringsbehoeften
3. Aandacht dient besteed te worden aan de daadwerkelijke ontwikkeling in het verslagjaar van belangrijke aangelegenheden waarover in het voorafgaande jaarverslag verwachtingen werden uitgesproken dan wel een belangrijke mate van onzekerheid werd vermeld.

4. Is in het jaarverslag aandacht besteed aan:
  - a. de doelstellingen van de instelling en het gevoerde beleggingsbeleid, tenminste in termen van rendement en risico; en
  - b. het beleggingsresultaat per (bij derden uitstaand) deelnemingsrecht over de laatste vijf jaren, gesplitst naar inkomsten, waardeveranderingen en kosten.
5. Worden, ten aanzien van het gebruik van financiële instrumenten, de doelstellingen en het beleid inzake risicobeheer vermeld voor zover dit van betekenis is voor de beoordeling van de activa en passiva, de financiële toestand en resultaat? Wordt daarbij aandacht besteed aan het beleid inzake de afdekking van risico's verbonden aan alle belangrijke soorten voorgenomen transacties en de gelopen prijs-, krediet-, liquiditeits- en kasstroomrisico's?

### 3.3.2 Onderzoekresultaten

| Ref | Aspect  | Toelichting opgenomen | Niet opgenomen | 2010 % | 2009 % |
|-----|---|-----------------------|----------------|--------|--------|
| 1.  | <b>Directieverslag:</b> Informatie t.a.v. doelstelling, kernactiviteiten, structuur, interne organisatiestructuur en personele bezetting en belangrijke elementen van het gevoerde beleid | 50                    | 2              | 96,2   | 97,6   |
| 2.  | <b>Directieverslag:</b> Evenwichtige en volledige analyse van ontwikkelingen gedurende het boekjaar   | 49                    | 3              | 94,2   | 100,0  |
| 3.  | <b>Directieverslag:</b> Evenwichtige en volledige analyse van behaalde omzet en resultaten  | 46                    | 6              | 88,5   | 100,0  |
| 4.  | <b>Directieverslag:</b> Evenwichtige en volledige analyse van de toestand op balansdatum (solvabiliteit en liquiditeit)   | 43                    | 9              | 82,7   | 95,2   |
| 5.  | <b>Directieverslag:</b> Evenwichtige en volledige analyse van voornaamste risico's en onzekerheden  | 43                    | 9              | 82,7   | 95,2   |
| 6.  | <b>Directieverslag:</b> Evenwichtige en volledige analyse van kasstromen en financieringsbehoeften  | 37                    | 15             | 71,2   | 92,9   |
| 7.  | <b>Directieverslag:</b> Doelstelling en beleid in termen van rendement en risico + 5-jaar overzicht   | 40                    | 12             | 76,9   | 90,5   |
| 8.  | <b>Directieverslag:</b> Beleid m.b.t. risico's financiële instrumenten  | 36                    | 16             | 69,2   | 85,7   |

### 3.3.3 Analyse en conclusie onderzoekresultaten

Ten aanzien van de onderzoekaspecten inzake het directieverslag merken wij op dat aan vrijwel alle aspecten wordt voldaan maar wel een mindere score is behaald dan over verslagjaar 2009.

De directieverslagen zijn over het algemeen informatief en voldoen vrijwel geheel aan de wettelijke vereisten. Wel zien we minder aandacht voor de liquiditeit en financieringsbehoeften. Dit kan het gevolg zijn van de toegenomen liquiditeit in de markten eind 2010 ten opzichte van de periode 2008 en in mindere mate 2009. Wij constateren een behoorlijke diversiteit in de directieverslagen. Ook het risk managementbeleid ten aanzien van financiële instrumenten, dat onder IFRS juist heel veel aandacht krijgt, is erg summier en

in 30% van de gevallen geheel niet aanwezig. Wij hadden de beperkte aandacht voor het risk management-beleid ten aanzien van financiële instrumenten op voorhand niet verwacht gezien de recentelijk toegenomen aandacht van de toezichhouders hiervoor. Zo heeft DUFAS op 24 maart 2011 een handreiking risicomangement uitgebracht naar aanleiding van de door AFM in september 2010 uitgebrachte 'Leidraad Risicomangement bij beleggingsinstellingen'.

### 3.4. Risicotoelichtingen

Vanuit de wet- en regelgeving dient op diverse plaatsen in het jaarverslag (directieverslag, jaarrekening, toelichting en overige gegevens) aandacht te worden besteed aan rendement en risico.

#### 3.4.1 Onderzoeksaspecten

Op grond van de hiervoor genoemde ontwikkelingen hebben wij een aantal relevante verslaggevingseisen geselecteerd. Dit betreffen de volgende:

1. Zijn in de toelichting gegevens opgenomen die behulpzaam zijn bij het schatten van de omvang van de risico's (valutarisico, renterisico, marktrisico, kredietrisico, liquiditeitsrisico etc.)?
2. Wordt bij prijsrisico ingegaan op marktrisico, valutarisico en renterisico (gekwantificeerd en tekstuele toelichting)?
3. Wordt ingegaan op de mate waarin het Fonds is blootgesteld aan: a) kredietrisico, b) liquiditeitsrisico en c) kasstroomrisico?
4. Is voor elke categorie financieel actief en financiële verplichting, zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen, informatie gegeven over de mate waarin rente- en kasstroomrisico wordt gelopen door informatie die tenminste omvat:
  - a. de contractuele renteherzienings- of aflossingsdata, voor zover laatstgenoemde eerder liggen, danwel verwachte renteherzienings- of expiratedata als deze data belangrijk afwijken van de overeengekomen data; en
  - b. de effectieve rentevoeten, voor zover van toepassing? De effectieve rentevoet van een monetair financieel instrument is de rentevoet, die indien deze wordt gebruikt in een contante waardeberekening, resulteert in de reële waarde van het instrument.
5. Zijn voor elke categorie financieel actief, zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen, gegevens verstrekt over de mate waarin de rechtspersoon kredietrisico loopt door middel van informatie die tenminste omvat:
  - a. het bedrag dat het beste het maximale kredietrisico weergeeft dat op balansdatum wordt gelopen, ingeval tegenpartijen hun verplichtingen niet nakomen, zonder rekening te houden met de reële waarde van verkregen zakelijke onderpanden;
  - b. belangrijke concentraties van kredietrisico.
6. Liquiditeitsrisico: In hoeverre wordt ingegaan op lock-up periods, notice periods, etc. in relatie tot het liquiditeitsrisico van het fonds? Dit mede als gevolg van de kredietcrisis.
7. Is in de toelichting voor elke categorie van financiële activa, financiële verplichtingen en eigen vermogensinstrumenten (zowel in de balans opgenomen als niet in de balans opgenomen) informatie opgenomen over de omvang en de aard van de financiële instrumenten, inclusief belangrijke contractuele bepalingen die invloed kunnen hebben op zowel bedrag en tijdstip als mate van zekerheid van de toekomstige kasstromen?

8. In- en uitleen van effecten: Bevat de toelichting op de balans en winst-en-verliesrekening, indien financiële instrumenten worden in- of uitgeleend: a) De waarde van de in- of uitgeleende financiële instrumenten en b) De zekerheden die de beleggingsinstelling heeft verkregen (toegelicht onder de balanspost financiële instrumenten);
9. Wordt bij de risicotoelichtingen rekening gehouden met de exposure van de derivatenposities?

#### 3.4.2 Onderzoekresultaten

Bij het onderzoek naar de verslaggevingaspecten gerelateerd aan de risico's van financiële instrumenten is rekening gehouden met een aantal factoren:

- Ten aanzien van aspect 6, 7, 8 en 9 hebben wij telkens beoordeeld op basis van de balans en de samenstelling van de beleggingen in hoeverre een dergelijke toelichting te verwachten was. Hierdoor kan het totaal lager uitvallen dan 52;

| Ref | Aspect  | Ja | Nee | Totaal | 2010 % akkoord | 2009 % akkoord |
|-----|---|----|-----|--------|----------------|----------------|
| 1.  | Toelichting: behulpzame informatie tbv schatting risico's                                   | 33 | 19  | 52     | 63,4           | 76,2           |
| 2.  | Uitsplitsing prijsrisico (en kwantificering)  | 29 | 23  | 52     | 55,8           | 52,4           |
| 3.  | Mate van blootstelling krediet en liquiditeitsrisico  | 25 | 27  | 52     | 48,1           | 52,4           |
| 4.  | Rente en kasstroomrisico tenminste informatie t.a.v. effectieve rentevoeten, aflossingsdata | 8  | 12  | 20     | 40,0           | 30,4           |
| 5.  | Kredietrisico, bedrag maximale kredietrisico en belangrijke concentraties                   | 9  | 43  | 52     | 17,3           | 11,9           |
| 6.  | Liquiditeitsrisico  | 28 | 24  | 52     | 53,8           | 48,6           |
| 7.  | Toelichting aard en omvang financiële instrumenten  | 28 | 24  | 52     | 53,8           | 58,3           |
| 8.  | In- en uitleen  | 8  | 11  | 19     | 42,1           | 41,2           |
| 9.  | Exposure derivaten  | 11 | 15  | 26     | 42,3           | 47,6           |

#### 3.4.3 Analyse onderzoekresultaten

*Behulpzame informatie t.b.v. de schatting van risico's*

Op grond van RJ 290.902 (stellige uitspraak) moet in de toelichting op de jaarrekening informatie worden opgenomen die voor de gebruikers van jaarrekeningen behulpzaam is bij het schatten van de omvang van risico's van zowel in de balans als niet in de balans opgenomen financiële instrumenten. De diepgang van de informatie die behulpzaam is bij het inschatten van risico's varieert sterk. Hoewel in 33 van de 52 jaarverslagen informatie is opgenomen die behulpzaam is bij het inschatten van de risico's, blijft de constatering dat niet voor alle relevante risico's voldoende inzicht wordt geboden. In een groot deel van de jaarverslagen is dan alleen een algemene definitie voor bepaalde risico's opgenomen. De trend die wij nu waarnemen is zorgelijk, omdat juist dit aspecten zijn die versterkte aandacht vraag van de gebruikers en daarom ook versterkte aandacht moet krijgen van het management.

#### *Uitsplitsing prijsrisico*

Op grond van RJ 290 wordt het prijsrisico gesplitst naar valutarisico, renterisico en marktrisico. In ruim de helft van de jaarrekeningen is een dergelijke splitsing gemaakt en is toegelicht in welke mate het fonds blootgesteld is aan het specifieke prijsrisico. Dit is een verdere verbetering ten opzichte van vorige jaren (2008: circa een derde, 2009 ruim de helft). Echter, het is in zijn algemeenheid opmerkelijk dat de helft van de jaarverslagen dus niet voldoet aan de vereisten van RJ 290 op deze punten.

#### *Verplichte toelichtingen inzake rente en kredietrisico*

In RJ 290.918 en RJ 290.928 (beiden stellige uitspraken) wordt aangegeven welke informatie opgenomen dient te worden voor rente- en kasstroomrisico en kredietrisico. Voor renterisico geldt dat een rechtspersoon informatie opneemt die tenminste de renteherzienings- of aflossingsdata opneemt en de effectieve rentevoeten. In RJ 290.919-927 staan aanbevelingen opgenomen op welke wijze dergelijke informatie kan worden gepresenteerd. Voor kredietrisico geldt dat het maximale kredietrisico (in bedrag) wordt toegelicht en belangrijke concentraties worden vermeld. Opvallend is dat nog steeds erg weinig aandacht wordt besteed aan het kredietrisico.

#### *Toelichting liquiditeitsrisico*

In ruim de helft van de jaarverslagen is voldoende aandacht besteed aan de mate waarin het fonds aan liquiditeitsrisico is blootgesteld. Dit is slechts een lichte stijging ten opzichte van voorgaand jaar.

#### *Toelichting aard en omvang financiële instrumenten*

Wij constateren dat na een toename van 2008 op 2009 in de 2010 verslagen weer minder informatie te vinden is over de aard en omvang van de financiële instrumenten. Men is minder aandacht gaan besteden aan de toelichting over de contractuele voorwaarden van de financiële instrumenten welke op de balans staan maar ook over de voorwaarden die niet uit de balans blijken (dit betreffen met name derivaten).

#### *Toelichting in- en uitlenen*

In minder dan de helft van de verslagen waar wij op grond van de effectenportefeuille en toelichting over mogelijkheden in- en uitlenen van effecten een toelichting zouden verwachten over de uitgeleende stukken en de zekerheidstelling die hiervoor verkregen is, blijkt ook daadwerkelijk voldoende toelichting te worden gegeven.

#### *Toelichting exposure derivaten*

In bijna de helft van de verslagen van fondsen die derivaten aanhouden hebben wij geconstateerd dat in de risicotoelichtingen duidelijk rekening werd gehouden met de exposure van de derivaten. Dit is erg weinig aangezien met het gebruik van derivaten exposure wordt ingenomen die het risicoprofiel van het beleggingsfonds aanzienlijk kunnen beïnvloeden.

### **3.4.4 Conclusie over de risicotoelichting**

Op basis van onze analyse van de onderzoeksresultaten concluderen wij dat, behoudens enkele uitzonderingen, de toelichting met betrekking tot de risico's ten aanzien van financiële instrumenten bijzondere aandacht moet krijgen van het management. De risicotoelichtingen blijven in het algemeen matig of onvoldoende wat betreft diepgang en zeker het gebruik van derivaten en de invloed hiervan op de exposure aan de verschillende risico's is onderbelicht. Hoewel in de financiële bijsluiter een risicograad wordt aangegeven en ook in het prospectus een enorme opsomming van risico's wordt gegeven, blijft in de praktijk de verantwoording hierover alsmede de wijze waarop deze risico's worden beheerst onvoldoende.

Wij geven hier enkele aanbevelingen om de risicotoelichting verder te verbeteren.

### **Specifieke aandachtspunten risicotoelichting**

- **Kredietrisico:** Opnemen van verdeling naar rating van de obligatieportefeuille, concentratie van kredietrisico toelichten (bijvoorbeeld meer dan 5% belegd in schuldpapier van één issuer of vorderingen/deposito's bij één tegenpartij). Het maximale kredietrisico weergeven, waarbij met afdekking door middel van credit default swaps rekening wordt gehouden. Bedrag aangeven dat het maximale kredietrisico betreft (alle vorderingen met uitzondering van vooruitbetaalde posten) zowel gewogen zonder collateral of rekening houdend met afdekking door credit default swaps als na rekening te houden met zekerheden, derivaten, salderingsvoorwaarden e.d.);
- **Renterisico:** Looptijdverdeling obligaties opnemen en hierbij aangeven welke deel gevoelig is (vaste rente) en welke gedeelte niet gevoelig is (variabele rente). Informatie over de duration met uitleg over wat het effect is van een daling of stijging van de rente;
- Voor alle vormen van risico's zou rekening gehouden moeten worden met de door het fonds aangehouden derivatenposities. Het meest inzichtelijk is een bruto-, afdekkings- en nettopositie waarmee wordt getoond in hoeverre het risico effectief wordt beheerst en of dit in lijn is met het mandaat/ prospectus;
- Aangeven hoe de risicobeheersing in relatie tot het beleggingsbeleid en beleggingsrestricties wordt uitgevoerd.

### **Algemene aandachtspunten risicotoelichting**

- De beheerder zou in het kader van de jaarrekening explicieter aandacht moeten geven op de wijze waarop de risico's van financiële instrumenten zijn verwoord in de jaarrekening en of dit in lijn is met de wijze waarop zijn hun mandaat uitvoeren en bewaken;
- Uitvoeren van een beoordeling van de verslaggevingvereisten in het kader van de jaarrekening om vast te stellen of en in hoeverre lacunes bestaan in de huidige verslaggeving.
- Link leggen met de risico's in de prospectus en beoordelen in hoeverre hierover verantwoording wordt afgelegd in de jaarrekening en/of het directieverslag.

## **3.5. Beleggingen**

Vanwege de toegenomen aandacht voor de waardering van beleggingen hebben we dit jaar meer aandacht besteed aan de post beleggingen. We hebben ons in het onderzoek voornamelijk op de toelichtingen over illiquide beleggingen gericht.

### **3.5.1 Onderzoeksaspecten**

Voor de beleggingen zijn de volgende onderzoeksaspecten onderzocht:

1. Classificatie beleggingen: Worden de beleggingen geclassificeerd naar: a) Financiële activa die deel uitmaken van handelsportefeuille b) Derivaten c) Gekochte leningen en obligaties d) Verstrekte leningen en overige vorderingen e) Investeringsinstrumenten?

2. Resultaatbepaling beleggingen: Worden de beleggingen gewaardeerd op:
  - a. reële waarde → waardeverandering via resultaat;
  - b. reële waarde → waardeverandering via herwaarderingsreserve;
  - c. geamortiseerde kostprijs; of
  - d. kostprijs;
3. Is sprake van beleggingen waarvoor geen actieve markt bestaat?

Indien het antwoord op aspect 3 'Ja' is, wordt dan het volgende toegelicht in de jaarrekening:

4. Waarderingsmethodiek?
5. Toets en frequentie van toets door externe deskundige;
6. Melding van het liquiditeitsrisico, indien significant;
7. Worden de waardeveranderingen gesplitst en wordt een herwaarderingsreserve gevormd.

### 3.5.2 Onderzoekresultaten

| Ref | Aspect   | Ja | Nee | Totaal | 2010 %<br>akkoord | 2009 %<br>akkoord |
|-----|--|----|-----|--------|-------------------|-------------------|
| 1.  | Classificatie beleggingen                                | 16 | 36  | 52     | 30,8              | 30,9              |
| 2.  | Resultaatbepaling reële waarde                           | 51 | 1   | 52     | 98,1              | 100,0             |
| 3.  | Illiquide beleggingen                                    | 10 | 42  | 52     | 19,2              | 52,4              |
| 4.  | - Waarderingsmethodiek                                   | 6  | 4   | 10     | 60,0              | 86,4              |
| 5.  | - Toets en frequentie externe deskundige                 | 1  | 9   | 10     | 10,0              | 31,8              |
| 6.  | - Melding liquiditeitsrisico                             | 6  | 3   | 9      | 66,7              | 68,2              |
| 7.  | - Splitsing waardeveranderingen en herwaarderingsreserve | 3  | 5   | 8      | 37,5              | 45,5              |

### 3.5.3 Analyse onderzoekresultaten

Hieronder gaan wij in op de meest opvallende onderzoekresultaten.

#### *Classificatie beleggingen*

Wij zien in 2010 een vergelijkbaar beeld ten opzichte van 2009 ten aanzien van de toelichting op de classificatie van de beleggingen. Op grond van RJ 290 herzien (per 1 januari 2008 van toepassing) dient aangegeven te worden met welk doel de beleggingen worden aangehouden. Inmiddels is in ruim 30% van de jaarrekeningen een dergelijke toelichting opgenomen, wat nog steeds laag is en ook niet een verdere verbetering is ten opzichte van de jaarverslagen 2009.

#### *Toelichting inzake illiquide beleggingen*

Opvallend is dat in 2010 jaarverslagen veel minder sprake is van illiquide beleggingen, dit kan deels verklaard worden door de toegenomen liquiditeit in de periode 2009 en 2010 en wellicht ook doordat we dit jaar een groep hedge funds hebben meegenomen in het onderzoek waarin doorgaans goed verhandelbare directe beleggingen zijn opgenomen. Opvallend is dat in een relatief hoog aantal jaarverslagen goed wordt ingegaan op de omgang met de waardering van deze beleggingen maar tegelijkertijd niet wordt ingegaan op de (vanuit BGfo art 122 lid 1d) verplichte toetsing door een onafhankelijke deskundige. In minder dan

de helft van de gevallen vormt men, conform 2:390 lid 1 BW, een herwaarderingsreserve en voert men een splitsing in de ongerealiseerde en gerealiseerde waardeveranderingen door.

### 3.5.4 Conclusie over toelichting op beleggingen

De toelichting op de beleggingen hebben wij beoordeeld op classificatie, waarderingsgrondslagen en toelichting over minder liquide beleggingen. In een beperkt aantal jaarverslagen is sprake van illiquide beleggingen en wordt aandacht besteed aan de waarderingsmethodiek en de impact hiervan op de liquiditeitspositie van het fonds. Echter, in de onderzochte verslagen waarin sprake is van minder liquide beleggingen wordt maar beperkt ingegaan op de toetsing van de waardering door een onafhankelijke deskundige. In meerdere gevallen staat toegelicht dat bij ontbreken van een waardering de directie deze zelf vaststelt.

Op grond van de onderzoeksresultaten concluderen wij dat de toelichting op de classificatie, waardering en effect op liquiditeitsrisico van beleggingen onvoldoende is en wij ook geen verbetering zien.

### 3.6. Verwerking van kosten

Binnen de organisatiestructuur van een beleggingsfonds komen meerdere kostensoorten en verwerkingwijzen voor. Zo betaalt een participant (direct of indirect) een vergoeding aan de beheerder, de toezichthouder, accountant etc. voor de organisatie rond het beleggingsfonds. Dat geldt ook voor kosten ontstaan uit de operationele activiteiten van het beleggingsfonds: de aan- en verkooptransacties, de eventuele bankkosten en rentelasten, het bewaarloon e.d. Tenslotte zijn de kosten voor het toe- of uittreden te onderscheiden (opbrengsten voor het fonds gerelateerd aan 'funding' activiteiten). Deze verschillende soorten kosten worden op verschillende wijzen verwerkt. De organisatorische kosten worden direct in de winst- en verliesrekening verantwoord. De transactiekosten worden doorgaans in de kostprijs van de beleggingen geactiveerd en de toe- en uittredingskosten worden als onderdeel van de toe- en uittredingen vaak via het fondsvermogen verwerkt. Het is hierdoor niet altijd even inzichtelijk voor een participant wat deze voor zijn belegging in het beleggingsfonds heeft betaald.

#### 3.6.1 Onderzoeksaspecten

Met betrekking tot verslaggevingseisen ten aanzien van verwerking van kosten zijn de volgende onderzoeksaspecten geselecteerd:

1. Worden de toe- en uittredingskosten verwerkt in a) Winst- en verliesrekening of b) Eigen vermogen (als onderdeel van de toe- en uittredingen)?
2. Wordt de wijze van verwerking van de toe- en uittredingskosten in de jaarrekening toegelicht?
3. Worden de geïdentificeerde transactiekosten vermeld?
4. Worden de naar soort onderscheiden kosten (beheer, bewaar, marketing, controle, toezicht) toegelicht?
5. Heeft een melding plaatsgevonden van de accountantskosten naar soort dienst: controle jaarrekening, fiscale adviezen, niet controlediensten, andere controleopdrachten?
6. Wordt een synthetische TER genoemd (expense ratio inclusief kosten van onderliggende beleggingsinstellingen)?
7. Is de omloopfactor en de berekeningswijze hiervan toegelicht?
8. Is een vergelijkend overzicht opgenomen van de gerealiseerde kosten en de kosten (verwachting) volgens prospectus?

### 3.6.2 Onderzoekresultaten

Bij het onderzoek naar de verslaggevingsaspecten gerelateerd aan de kostenstructuur is rekening gehouden met een aantal factoren:

- Ten aanzien van aspect 1 kan de beantwoording met ‘nee’ worden onderverdeeld in geen toe- en uittredingsvergoeding van toepassing (11), en in toe- en uittredingsvergoeding komt ten gunste van de beheerder (2).
- Ten aanzien van aspecten 4 en 5 dient te worden opgemerkt dat vijf van de onderzochte beheerders een ‘all-in service fee’ hanteren. Dit betreft een fee afhankelijk van de omvang van het fonds, waaruit operationele kosten betaald worden. In ons onderzoek hebben we deze ten aanzien van aspect 4 behandeld als adequaat uitgesplitst, ten aanzien van aspect 5 als geen splitsing accountantskosten.
- Ten aanzien van aspect 3 geldt dat in een zestal jaarverslagen is aangegeven dat in het geheel geen transactiekosten van toepassing zijn (dit betreffen voornamelijk fondsen welke in andere (huis) fondsen beleggen);
- De opname van de TER (aspect 6) is alleen beoordeeld voor fondsen welke (deels) in andere fondsen beleggen waardoor het totaal lager dan 52 uitkomt.
- Voor aspect 8 geldt dat voor enkele fondsen, gezien de aard van beleggingen, geen omloopfactor hoeft te worden gegeven waardoor het totaal lager dan 52 uitkomt.

| Ref | Aspect   | Ja                  | Nee | Totaal | 2010 %<br>akkoord   | 2009 %<br>akkoord   |
|-----|--|---------------------|-----|--------|---------------------|---------------------|
| 1.  | Verwerking toe- en uittreding via W&V of EV                | W&V : 26<br>EV : 13 | 13  | 52     | W&V 66,7<br>EV 33,3 | W&V 54,5<br>EV 45,5 |
| 2.  | Toelichting berekeningswijze en verwerking op- en afslagen | 38                  | 8   | 46     | 82,6                | 95,2                |
| 3.  | Kwantificering transactiekosten                            | 19                  | 28  | 47     | 40,4                | 55,5                |
| 4.  | Adequate specificatie kosten                               | 44                  | 8   | 52     | 84,6                | 85,7                |
| 5.  | Melding splitsing accountantskosten                        | 31                  | 21  | 52     | 59,6                | 47,6                |
| 6.  | Opname STER  | 25                  | 8   | 33     | 75,8                | 75,0                |
| 7.  | Kostenvergelijking met prospectus                          | 25                  | 25  | 50     | 50,0                | 54,7                |
| 8.  | Opname en toelichting berekeningswijze omloopfactor        | 43                  | 4   | 47     | 91,5                | 89,7                |

### 3.6.3 Analyse onderzoekresultaten

Hieronder gaan wij in op de meest opvallende onderzoekresultaten.

#### Onderzoekaspecten 1 en 2

We zien een lichte verschuiving naar de verantwoording van de toe- en uittredingsvergoeding naar verwerking via de winst-en-verliesrekening. Deze verwerking geeft het meeste inzicht zodat de gebruiker de toe- en uittredingsvergoeding kan vergelijken met het bedrag van de gemaakte transactiekosten (indien juist toegelicht). Dit is een positieve ontwikkeling. Een adequate toelichting over de verwerking is echter minder vaak aangetroffen. In een aantal gevallen komt de vergoeding ten gunste van de beheerder.

#### Onderzoekaspecten 3, 4, 5 en 6

Voor deze onderzoekaspecten zien wij vrijwel geen beweging. Dit valt op aangezien alle vier de onderzoekaspecten vanuit de Wft (BGfo) of BW2 wettelijk verplicht zijn. De score valt dan ook nog steeds tegen.

#### Onderzoekaspect 7

Ook met betrekking tot dit aspect zien wij nauwelijks beweging. De kostenvergelijking met het prospectus is vaak wel opgenomen, maar de mate van detail is onvoldoende om aan de vereisten van Bgfo artikel 123 lid 1 te voldoen. Een melding dat de kosten conform het prospectus in rekening zijn gebracht, of alleen het vergelijken van de TER met het prospectus is in onze ogen onvoldoende.

### 3.6.4 Conclusie over transparantie kosten

Op basis van de onderzoekresultaten concluderen wij dat de transparantie van kosten in het algemeen genomen niet voldoet aan de daaraan te stellen eisen overeenkomstig de geldende wet- en regelgeving. Een gebruiker van de jaarrekening kan vrijwel niet vaststellen welke totale kosten hij, direct of indirect, betaalt of heeft betaald. Dit wordt veroorzaakt doordat kosten zowel in het resultaat of het vermogen kunnen worden verwerkt, als volledig buiten het beleggingsfonds om (en zodoende niet in de jaarrekening zijn opgenomen). Een voorbeeld hiervan is als de opslag betaald bij een toetreding aan de beheerder wordt vergoed en niet ten gunste van het fonds zelf komt ter dekking van de transactiekosten. Een adequate toelichting op de verwerkingswijze van de diverse kostensoorten, zoveel mogelijk vergezeld van kwantitatieve toelichtingen, helpt bij het verbeteren van inzicht in de kostenstructuur en kostenniveau.

Voor de vergelijking van het werkelijke kostenniveau en het in het prospectus opgenomen kostenniveau is het van belang deze zo volledig mogelijk te maken. Het is dus niet alleen van belang in de jaarrekening alle kosten toe te lichten, maar ook in het prospectus zoveel mogelijk in te gaan op de grondslagen voor de kosten, hetgeen de vergelijking makkelijker maakt. In het prospectus staan vaak kosten afhankelijk van grondslagen<sup>1</sup> en vaste kosten zoals accountantskosten en bijdrage AFM. In de jaarrekening zal dit zo transparant mogelijk met elkaar moeten worden vergeleken. Dit betekent voor de afhankelijke kosten de afspraken omrekenen op basis van de gemiddelde intrinsieke waarde en vervolgens vergelijken met de werkelijke kosten.

### 3.7. Hedge funds

Dit jaar hebben we specifiek gekeken naar een selectie hedge funds uit de Hollandse Hedge Fund Index. Ook hadden we al een aantal andere hedge funds vanuit de gebruikelijke selectiemethode meegenomen. In de Hollandse Hedge Fund index zijn namelijk alleen open-end beleggingsfondsen opgenomen zonder toe- en uittredingsrestricties. Om tot een representatief onderzoeksresultaat te komen hebben wij hierdoor de gehele populatie hedge funds die publiekelijk worden aangeboden in Nederland genomen. In totaal hebben wij 17 hedge funds geselecteerd.

#### Algemeen

In het algemeen zien wij voor de hedge funds een compliance score van 66,1% ten opzichte van het gemiddelde (waarin ook de hedge funds zijn opgenomen) van 64,2%. Op basis hiervan lijkt het erop dat verslaggeving van hedge funds in het algemeen beter is dan de traditionele fondsen.

<sup>1</sup> In procenten van de intrinsieke waarde, bijvoorbeeld beheervergoeding, of in procenten van het resultaat zoals performance.

## Risicotoelichtingen

| Ref | Aspect  | Score totale populatie | Score hedgefonds |
|-----|---|------------------------|------------------|
| 1.  | Toelichting: behulpzame informatie t.b.v. schatting risico's                                | 63,4                   | 73,3             |
| 2.  | Uitsplitsing prijsrisico (en kwantificering)  | 55,8                   | 64,7             |
| 3.  | Mate van blootstelling krediet en liquiditeitsrisico  | 48,1                   | 53,3             |
| 4.  | Rente en kasstroomrisico tenminste informatie t.a.v. effectieve rentevoeten, aflossingsdata | 40,0                   | 0,0 <sup>2</sup> |
| 5.  | Kredietrisico, bedrag maximale kredietrisico en belangrijke concentraties                   | 17,3                   | 31,3             |
| 6.  | Liquiditeitsrisico  | 53,8                   | 58,8             |
| 7.  | Toelichting aard en omvang financiële instrumenten  | 53,8                   | 81,3             |
| 8.  | In- en uitlenen   | 42,1                   | 63,6             |
| 9.  | Exposure derivaten  | 42,3                   | 61,5             |

Het beeld dat uit een eerder uitgevoerd onderzoek kwam, wordt hier bevestigd. Hedge funds geven een beter beeld van de risico's waaraan zij blootgesteld zijn en hoe zij deze managen dan traditionele fondsen. Uitzondering hierop is het renterisico, echter de manier waarop dit risico wordt gemanaged en het aantal waarnemingen verklaard het lage scoringspercentage van hedge funds. Bij het renterisico dient namelijk de effectieve rentevoet en een looptijdblokkentabel gegeven te worden (op basis van RJ290). Dit is vaak niet interessant voor hedge funds, omdat zij vrijwel niet beleggen in fixed income en ook niet voor de lange termijn.

## Kostentransparantie

Hedge funds wordt vaak verweten dat zij hoge kosten in rekening brengen en hier ook niet transparant over te zijn. Hoe scoren zij in ons onderzoek?

| Ref | Aspect   | Score totale populatie | Score hedgefonds  |
|-----|--|------------------------|-------------------|
| 1.  | Toelichting berekeningswijze en verwerking op- en afslagen | 82,6                   | 70,6              |
| 2.  | Kwantificering transactiekosten                            | 40,4                   | 52,9              |
| 3.  | Adequate specificatie kosten                               | 84,6                   | 93,8              |
| 4.  | Melding splitsing accountantskosten                        | 59,6                   | 62,5              |
| 5.  | Opname STER  | 75,8                   | 33,3 <sup>2</sup> |
| 6.  | Kostenvergelijking met prospectus                          | 50,0                   | 64,7              |
| 7.  | Opname en toelichting berekeningswijze omloopfactor        | 91,5                   | 82,4              |

We zien een gemengd beeld. Ten aanzien van de transactiekosten, totale kosten, accountantskosten en vergelijking met het prospectus scoren hedge funds relatief veel beter. De STER (expense ratio waarbij rekening wordt gehouden met kosten van onderliggende fondsen) is niet heel representatief aangezien te weinig hedge funds hiermee te maken hebben (dit geldt alleen voor Fund of Hedge funds welke wij vrijwel niet in de populatie hadden). Ten aanzien van de op- en afslag en de omloopfactor scoren hedge funds iets minder.

Wij concluderen dat hedge funds transparanter zijn over de kosten, enkele meer specifieke toelichtingen daargelaten.

## 3.8. Puttable instruments

Voor het boekjaar 2010 is RJ 290.808 voor het eerst van toepassing. Deze paragraaf behandelt het onderwerp puttable instruments en met name de classificatie daarvan als ofwel eigen vermogen of vreemd vermogen. In beginsel zijn puttable instruments vreemd vermogen instrumenten, omdat er voor het uitgevende fonds een verplichting is tot terugbetaling. Echter, indien de puttable instruments aan bepaalde criteria voldoen, kunnen de puttable instruments als eigen vermogen instrumenten worden geclassificeerd.

Omdat 2010 het eerste jaar is waarin de richtlijn moet worden toegepast hebben wij beperkt onderzoek naar de introductie hiervan uitgevoerd. Het blijkt dat van de 52 onderzochte jaarrekeningen slechts 2 (4%) fondsen de eigen vermogen instrumenten als vreemd vermogen classificeert. Daarnaast geven slechts 5 van de 52 fondsen (10%) de (verplichte) toelichting op de wijze waarop de eigen vermogen instrumenten zijn gepresenteerd.

Wij concluderen dat de introductie van RJ 290.808 puttable instruments onvoldoende is opgepakt door de Nederlandse markt. Met name de vereiste toelichting op welke wijze puttable instruments worden gepresenteerd (bijvoorbeeld dat de puttable instruments aan alle criteria zoals vermeld in RJ 290.808 wordt voldaan) ontbreekt.

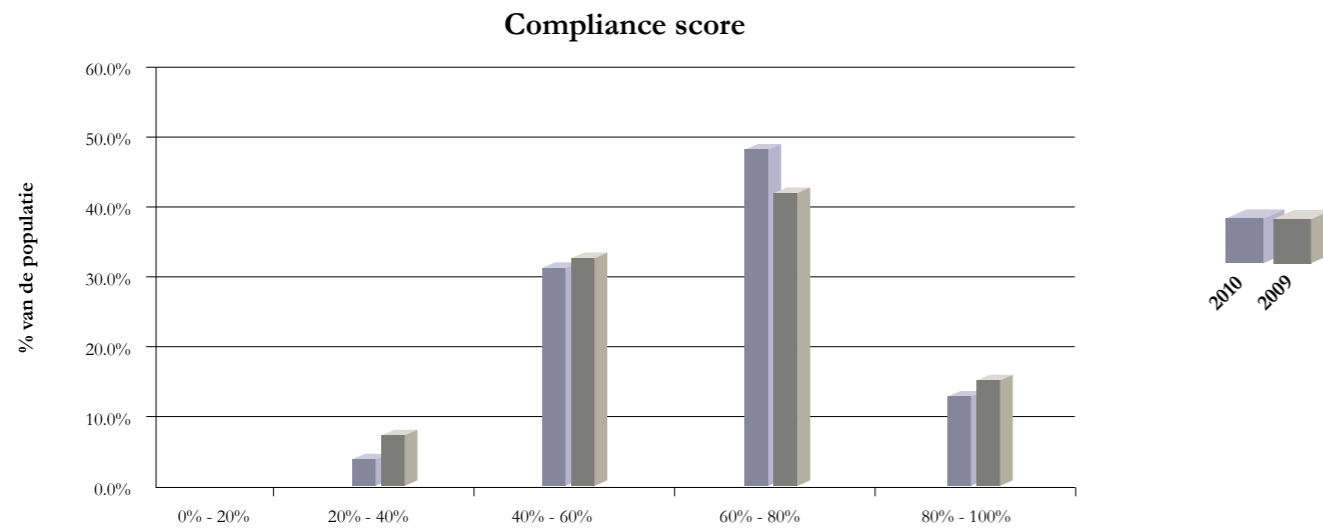
De uitkomst is opmerkelijk, temeer omdat de Raad voor de Jaarverslaggeving in haar Ten Geleide de verwachting heeft uitgesproken dat puttable participaties eerder als vreemd vermogen zouden classificeren dan als eigen vermogen.

<sup>2</sup> Zeer beperkte waarneming, komt vrijwel niet voor bij hedge funds.

## 4. Onderzoeksresultaten op fondsniveau

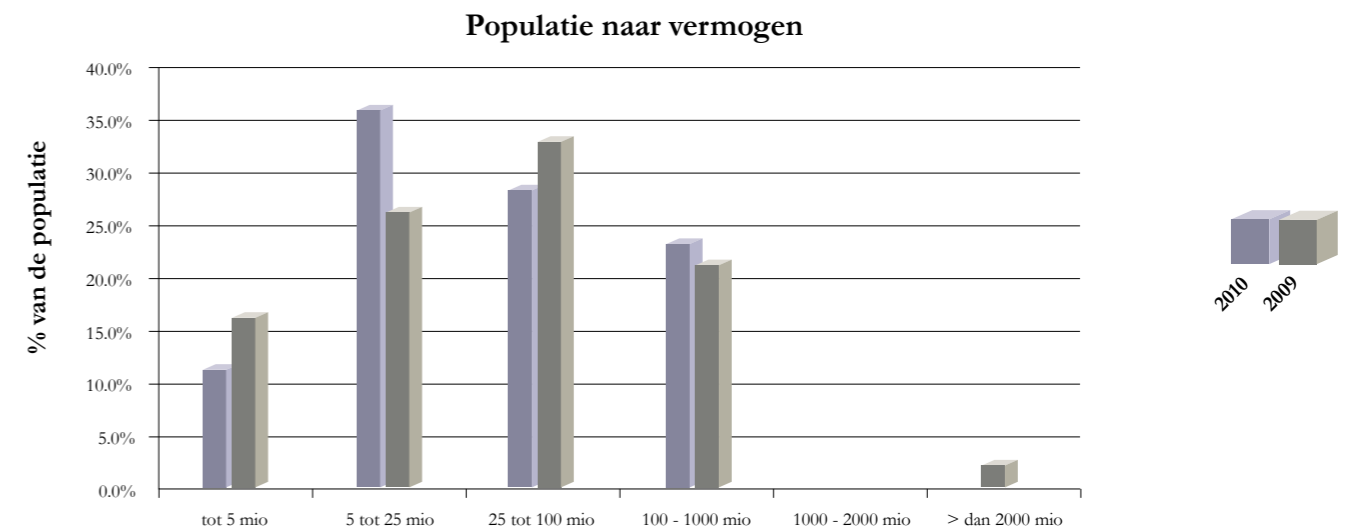
In dit hoofdstuk geven wij de onderzoeksresultaten op fondsniveau weer.

### 4.1. Score per beleggingsfonds

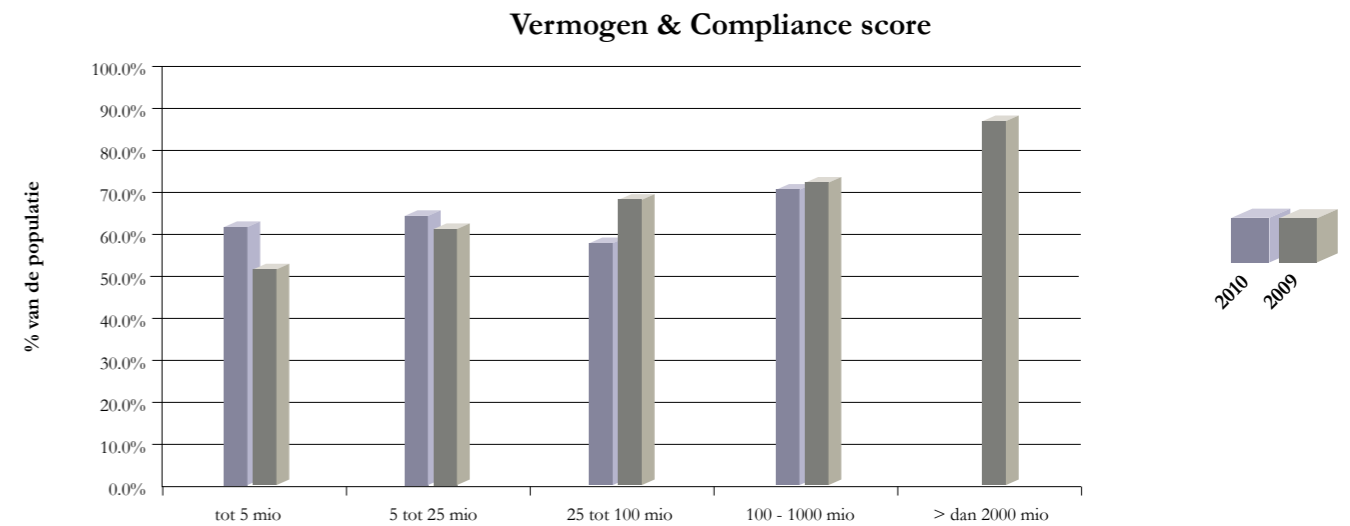


Van alle beleggingsfondsen uit de steekproef voldoet bijna 64% (2009: 59%) aan meer dan 60% van de onderzochte aspecten. 2 fondsen (2009: 3) voldoen aan minder dan 40% van de aspecten. Gemiddeld voldoen de beleggingsfondsen echter aan 64,2% van de getoetste aspecten (2009: 65,7%) hetgeen dus iets lager ligt dan voorgaand jaar. In het algemeen kan dus gesteld worden dat de jaarverslaggeving vrijwel gelijk is gebleven qua kwaliteit.

## 4.2. Omvang beleggingsfondsen



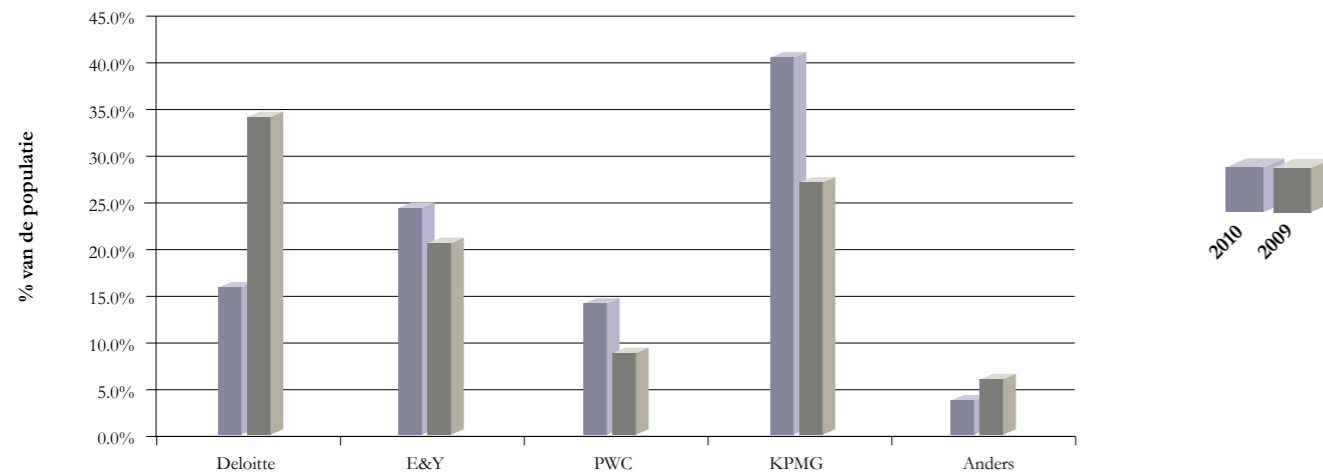
Te zien is dat het vermogen van de getoetste beleggingsfondsen lager ligt dan in 2009. Hieronder presenteren wij een staafdiagram met de compliance score per interval.



Wij zien dat de mate van compliance ten opzicht van voorgaand jaar minder afhankelijk is van de omvang van de fondsen. In het algemeen is nog steeds sprake van een toenemende compliance bij een hoger vermogen van de beleggingsfondsen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat een beheerder bij grote fondsen meer exposure loopt en hierdoor meer aandacht zal willen besteden aan het jaarverslag. Ook heeft een beheerder vanuit de beheervergoeding (vrijwel altijd gekoppeld aan de assets under management) meer draagkracht om te investeren in de interne organisatie. Opvallend is wel de dip in de categorie 25 tot 100 miljoen euro, waarvoor geen directe verklaring is aan te wijzen.

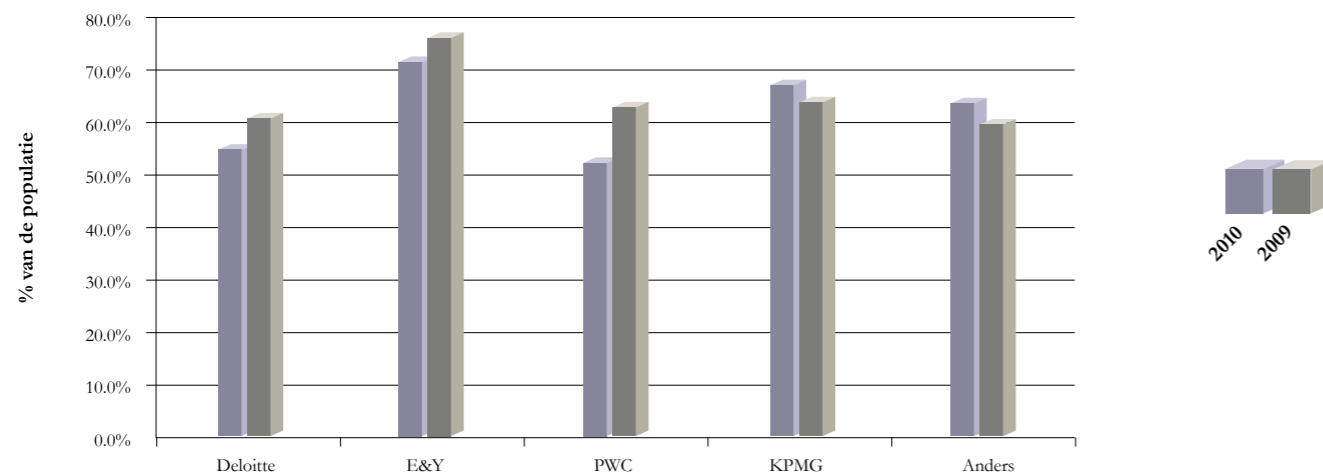
### 4.3. Verdeling over accountantskantoren

Populatie naar audit firm



Bovenstaande staafdiagram laat zien dat de Big Four gezamenlijk vrijwel de gehele markt bedienen. Dit bleek ook al uit het onderzoek over voorgaande jaren. Wij merken volledigheidshalve op dat de bovenstaande cijfers niet geheel representatief zijn voor het marktaandeel. De grotere vermogensbeheerders (met tientallen of honderden beleggingsfondsen) worden uitsluitend bediend door de Big Four. In ons onderzoek hebben we de beheerders als uitgangspunt genomen voor de selectie en niet het aantal fondsen. Wel erg opvallend is de afname van het aandeel van Deloitte in de populatie ten gunste van E&Y en KPMG.

Audit firm & compliance score

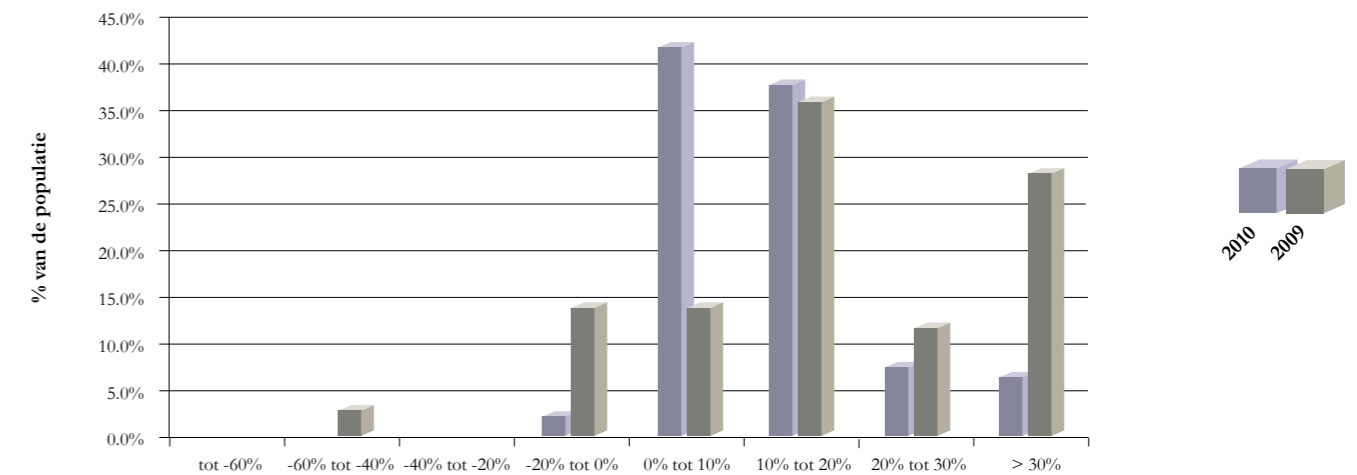


Het algemene beeld is dat de jaarverslagen 2010 een lichte verslechtering van de compliance score tonen ten opzichte van 2009. In de verhoudingen tussen de accountantskantoren onderling is echter niet veel veranderd. Vooral de jaarverslagen welke door Ernst & Young en KPMG worden gecontroleerd voldoen aan veel van de getoetste aspecten. Dit hoeft natuurlijk niet aan de Audit firm zelf te liggen. De Audit

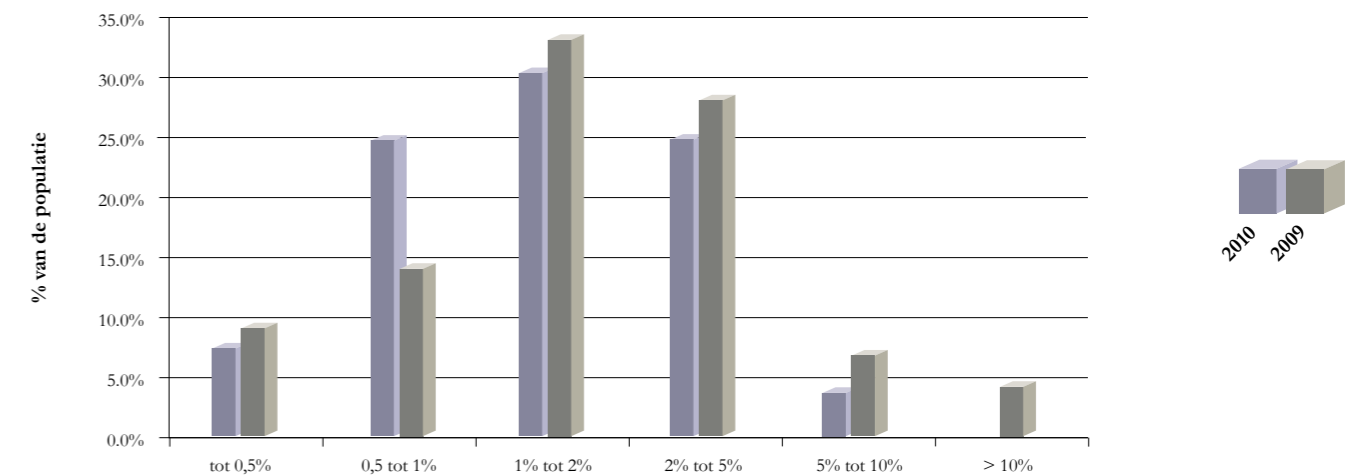
firm toetst aan de wettelijke eisen en zal hierdoor mogelijk een positieve invloed hebben op de kwaliteit van het jaarverslag. De verantwoordelijkheid ligt echter wel bij de directie (beheerder) en deze zal zelf de kennis in huis moeten hebben dan wel moeten inkopen bij een administrator of specialist. De daling van de compliance score ten opzichte van 2009 bij verslagen waar accountantskantoren Deloitte en PWC bij betrokken zijn is wel opmerkelijk.

### 4.4. Performance & kosten

Performance



Expense ratio



De gemiddelde expense ratio neemt af van 2,74% naar 1,79%. Dit heeft ongetwijfeld te maken met de ontwikkeling in de performance. 2009 was een zeer sterk beursjaar, 2010 al een stuk minder. Daarnaast zijn ook veel nieuwe fondsen gelanceerd met een veel lagere kostenstructuur. Als voorbeeld noemen we hier ThinkCapital, een asset manager die o.a. trackers op de AEX/AMX aanbiedt.

## 5. Best practices

Op verzoek van enkele relaties hebben wij dit jaar in ons onderzoeksrapport weer een hoofdstuk aan de best practices gewijd. In dit hoofdstuk geven wij enkele best practices weer met bronvermelding die wij in ons onderzoek hebben aangetroffen. Wij hebben voor deze best practices de indeling aangehouden van de onderzoeksaspecten.

### 5.1. Verklaring inzake de bedrijfsvoering

Alhoewel wij geconstateerd hebben dat de verklaring inzake de bedrijfsvoering steeds meer een standaard toelichting geworden is (waardoor de waarde ervan steeds verder afneemt), hebben wij toch een aantal uitgebreide verklaringen aangetroffen. Een voorbeeld hiervan is hieronder opgenomen, uit Triodos Groenfondsen N.V.

#### Verklaring van de beheerder

Triodos Groenfondsen wordt beheerd door Triodos Investment Management BV. Triodos Investment Management heeft als beheerder van beleggingsfondsen een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten. De beheerder is verantwoordelijk voor de juiste bedrijfsvoering van de fondsen onder beheer en behoort daarover ook verantwoordelijk af te leggen in het jaarverslag. Triodos Investment Management beschikt over een beschrijving van de bedrijfsvoering die is opgesteld volgens de eisen van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgfo).

Deze beschrijving is gedurende 2010 gecontroleerd door de directie en, waar nodig, gewijzigd. Onderdeel van deze controle was ook de revisie van het handboek administratieve organisatie en interne controle van Triodos Groenfondsen, dat de processen en procedures voor deze beleggingsinstelling beschrijft. Bij deze werkzaamheden heeft de directie geen constatering gedaan op grond waarvan zij zou moeten concluderen dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering zoals bedoeld in artikel 121 van het Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving.

De directie heeft gedurende 2010 middels management rapportages, interne audit en externe accountantscontrole verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. De accountantsverklaring behorende bij de externe controle van de jaarrekening 2010 is besproken met de Raad van Commissarissen van Triodos Groenfondsen. Daarnaast kent de beheerder een incidenten- en klachtenprocedure. Hieruit zijn in het kader van de rapportage in dit jaarverslag geen relevante bevindingen naar voren gekomen. Op basis van de met betrekking tot het verslagjaar 2010 verkregen (management)informatie ten aanzien van de uitgevoerde processen en de daarin opgenomen interne beheersingsmaatregelen, alsmede uit specifieke controles daaromtrent, heeft de directie vastgesteld dat de beheersingsmaatregelen conform de beschrijving zijn uitgevoerd. Voor het komend jaar verwacht de directie geen significante wijziging in de opzet van de bedrijfsvoering.

Met ingang van 1 januari 2009 heeft Triodos Investment Management als beheerder van beleggingsfondsen zogeheten Principles of Fund Governance op haar website geplaatst. Deze principes zijn een vorm van zelfregulering waarbij de Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) richtlijnen en 'best practices' heeft aangegeven. Het doel van de principes is het geven van nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en werkwijze van (retail) fondsbeheerders. Triodos Investment Management heeft deze richtlijnen gevolgd en beleid geformuleerd dat te vinden is op de website [www.triodos.nl](http://www.triodos.nl).

Triodos onderscheidt zich van de standaard beknopte verklaring door in te gaan op welke wijze is vastgesteld of men in control is. Hier zijn verschillende werkzaamheden en bronnen genoemd. Ook geeft Triodos aan of zij in de toekomst wijzigingen verwacht.

### 5.2. Fund Governance

Alhoewel niet een verplicht item vanuit de Wet op het financieel toezicht, maar vanuit de DUFAS Principles of Fund Governance - principle 7 een aanbeveling, hebben wij de toelichting in de jaarverslagen ten aanzien van Fund Governance beoordeeld. In meer dan de helft van de gevallen was een dergelijke toelichting opgenomen. In Midlin N.V. van beheerder Teslin Capital Management B.V. vonden wij een zeer uitgebreide toelichting welke hieronder is opgenomen.

#### 3. Corporate governance

De directie van Midlin wordt gevoerd door Teslin, een onafhankelijke beheerder. Onafhankelijk omdat Teslin geen andere activiteiten verricht dan het beheren van beleggingsfondsen/-portefeuilles, waaronder Midlin. Aandelen worden alleen aan Stichting Administratiekantoor Midlin ('SAK Midlin') uitgegeven dat voor elk aandeel één certificaat toekent. SAK Midlin zal voorafgaand aan elke Algemene Vergadering van Aandeelhouders aan iedere certificaathouder een onherroepelijke volmacht verlenen om het stemrecht uit te oefenen op de aandelen waarvan de certificaathouder certificaten houdt.

Hierdoor hebben certificaathouders zoveel mogelijk dezelfde rechten als normaliter een aandeelhouder zouden toekomen. De Algemene Vergadering van Aandeelhouders van Midlin heeft het recht om Teslin als directie, tegen een schadevergoeding, te ontslaan. De administratie is uitbesteed aan Fastnet Netherlands NV. De effectenportefeuille wordt bewaard bij KAS BANK NV. Transacties in effecten geschieden via van Midlin en Teslin onafhankelijke brokers. In februari 2008 zijn bij wege van zelfregulering door Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) de Principles of Fund Governance opgesteld. De Minister van Financiën heeft (met steun van de Tweede Kamer) deze DUFAS Principles onderschreven als een adequate oplossing voor de wettelijk vereiste implementatie van een governance beleid door fondsbeheerders. Teslin voldoet aan deze regels.

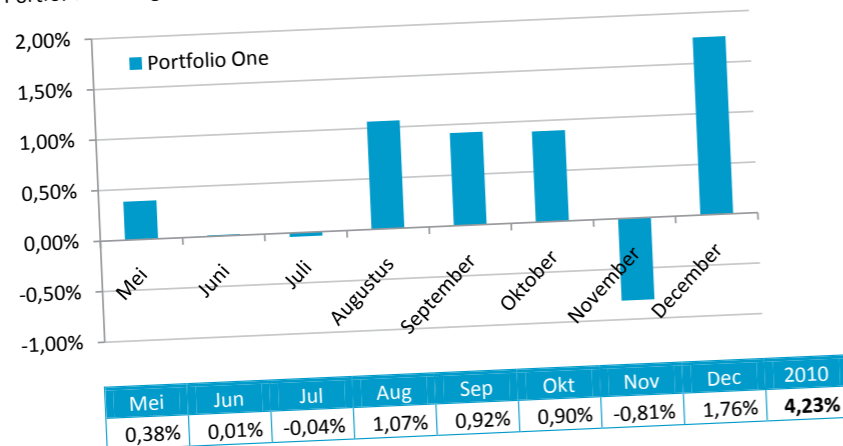
Op de website [www.teslin.nl/doc/governance](http://www.teslin.nl/doc/governance) is de Fund Governance Regeling van Teslin opgenomen. De structuur van zowel Midlin als Teslin is transparant, waardoor de kans op een mogelijke belangenverstremming wordt beperkt. De 'checks and balances' zijn bij Midlin gewaarborgd. Zo heeft Midlin een eigen Raad van Commissarissen die onder andere toezicht houdt op de belangen van de certificaathouders en het beleid van de directie. Ook de accountant van Midlin wordt door de certificaathouders benoemd. Mocht een certificaathouder de Algemene Vergadering van Aandeelhouders niet kunnen bijwonen, dan kan deze zich laten vertegenwoordigen, dan wel per volmacht stemmen. De directie van Midlin legt jaarlijks verantwoording af over het gevoerde beleid en de beloningsstructuur aan de Raad van Commissarissen en de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. Teneinde mogelijke belangenconflicten te voorkomen is met goedkeuring van de Raad van Commissarissen van de verschillende fondsen een trading reglement opgesteld. Als institutionele belegger leeft Teslin de Nederlandse Corporate Governance Code na. Bij best practice bepaling IV.4.4 kiest Teslin er echter voor af te wijken van wat de code aanbeveelt. Teslin conformeert zich niet bij voorbaat aan de beperkingen bij de uitoefening van het agenderingsrecht, die worden voorgesteld in IV.4.4. Teslin zal van geval tot geval bezien wat in het belang is van haar investeerders. Teslin kan niet op voorhand een beperking accepteren van bestaande wettelijke rechten, aangezien zo'n beperking nadelig kan zijn voor haar investeerders.

### 5.3. Directieverslagen

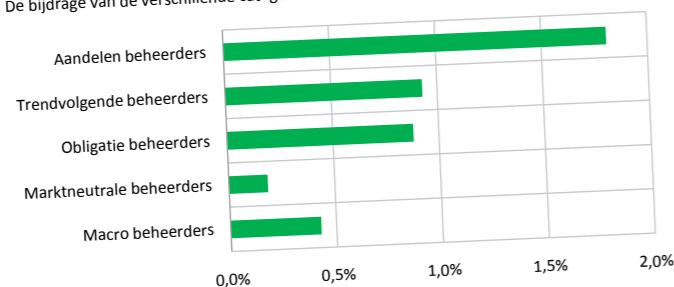
De directieverslagen zijn nogal verschillend in diepgang en omvang. In het algemeen voldoen zij wel aan de belangrijkste eisen vanuit RJ 400 waarbij opgemerkt wordt dat de mate waarin men ingaat op de behaalde resultaten (oorzaken voor outperformance/underperformance) voor verdere verbetering vatbaar is. De mate waarin wordt ingegaan op bepaalde ontwikkelingen is afhankelijk van de complexiteit en strategie van het beleggingsfonds. In het jaarverslag van CapitalGuards Portfolios Portfolio I van beheerder Capital Guards B.V. troffen wij een heel aardige analyse aan.

#### Rendementen

Portfolio One is gestart op 21 mei 2010. Het verloop van de maandrendementen is als volgt.

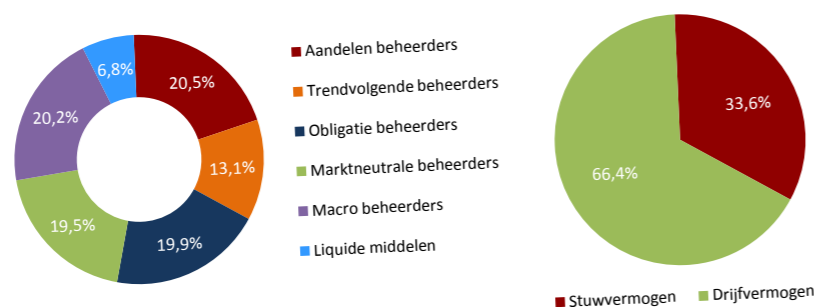


De bijdrage van de verschillende categorieën aan het totaalrendement over 2010 voor Portfolio One is als volgt:



#### Verdeling ultimo jaar

Op 31 december 2010 was Portfolio One als volgt verdeeld over de verschillende componenten:



### 5.4. Risicotoelichtingen

De toelichtingen inzake risico's van financiële instrumenten zijn in het algemeen onder de maat. We hebben dit jaar een groep hedge funds aan ons onderzoek toegevoegd. Vanuit een eerder uitgevoerd onderzoek in het kader van de afstudeerscriptie voor de opleiding tot Register Accountant van Mw. A. van den Berg-Verhage kwam de conclusie dat Hedge funds meer aandacht besteden aan de risicoverantwoording in het jaarverslag dan traditionele beleggingsfondsen. In het All Markets Fund troffen wij een uitstekende risicotoelichting aan.

#### Risicoparagraaf

##### Risicoprofiel

De risico's van het All Markets Fund worden beheerd middels een zorgvuldige selectie van effecten en andere financiële instrumenten. Het risicomanagementbeleid dat het fonds toepast voor het beheren van deze risico's komt hieronder aan de orde. Het All Markets Fund belegt in futures en opties op nationale en internationale aandelen, indices, rente, valuta's en commodities. Tevens kan het All Markets Fund in nationale en internationale aandelen als-Beleggers in het All Markets Fund dienen zich ervan bewust te zijn dat deze wijze van beleggen risico's met zich mee brengt. De waarde van de beleggingen in het fonds kan stijgen, maar ook dalen. Dit betekent dat beleggers mogelijk minder terugkrijgen dan zij hebben ingelegd. Er zijn geen garanties dat de doelstellingen, voortkomend uit het beleggingsbeleid zullen worden gehaald, noch dat beleggers geen verlies op hun belegging zullen lijden.

##### Hefboomwerking / derivaten

Door de hefboomwerking van derivaten en mogelijk ook aandelen (aandelen worden als onderpand gebruikt ter financiering van additionele aandelenposities) is de "exposure" (in termen van rendement en risico) op de nationale en internationale beurzen groter dan bij een directe belegging in de onderliggende waarde (zonder hefboom). Een hefboom van twee bijvoorbeeld betekent dat een positie twee procent winst of verlies boekt als de onderliggende waarde met één procent stijgt of daalt. Bij een hefboom van drie wordt de koersverandering van de onderliggende waarde met een factor drie vertaald naar het positieresultaat. Hoe hoger de hefboom, des te hoger de potentiële rendementen, maar des te hoger ook het risico en dus de potentiële verliezen. Dit betekent dat de intrinsieke waarde van het All Markets Fund aanmerkelijk meer kan fluctueren dan bij een directe belegging in die waarden zonder hefboom, zoals aandelen of een index. De beheerder streeft ernaar het hefboomeffect van de gebruikte derivaten zodanig te beperken dat er sprake is van een in de ogen van de beheerder gezonde verhouding tussen risico en rendement. Dit kan met name middels spreiding over niet met elkaar gecorreleerde markten worden bereikt.

##### Koersrisico

De waarde van de beleggingen fluctueert met de koerswijziging van de effecten waarin wordt belegd. Dit risico neemt af naarmate de beleggingsportefeuille een grote spreiding kent over segment of regio. Door middel van derivaten kan de exposure van het fonds vergroot dan wel verkleind worden, zoals is toege-licht in de paragraaf over de hefboomwerking. Het fonds belegt uitsluitend in aandelen of derivaten die ter beurze genoteerd zijn.

##### Renterisico

Onder renterisico wordt verstaan het risico dat de marktwaarde of toekomstige kasstromen van een financieel instrument zullen fluctueren vanwege veranderingen in de marktrente.

Het All Markets Fund zit voor gemiddeld 60% van haar vermogen liquide. Dit is geen doel op zich zelf maar een gevolg van dat de gehanteerde strategieën lang niet altijd in de markt zitten. Ze staan dan te wachten op een gunstige situatie (signalen) en zolang wordt het vermogen dat aan de betreffende strategie is gealloceerd, liquide gehouden. Liquiditeit wordt in euro's aangehouden. Voor deze liquiditeit wordt een rente van EONIA (Euro Overnight Index Average) -0,25% uitgekeerd. Wanneer de EONIA met 1% stijgt, zal het rendement van het All Markets Fund waarschijnlijk met (60% maal 1%) 0,6% stijgen op jaarbasis. Dit effect kan voor een deel worden ondermijnd / versterkt wanneer long / short belegd wordt in buitenlandse producten, waarvoor buitenlandse valuta's worden geleend / verkregen, waarvoor misschien dan een hogere rente wordt betaald / verkregen. Wanneer EONIA met 1% daalt, zal het rendement van het All Markets Fund waarschijnlijk met (60% maal - 1%) -0,6% dalen op jaarbasis. Dit effect kan voor een deel worden ondermijnd / versterkt wanneer long / short belegd wordt in buitenlandse producten, waarvoor buitenlandse valuta's worden geleend / verkregen, waarvoor misschien dan een lagere rente wordt betaald / verkregen.

#### Liquiditeitsrisico

Het liquiditeitsrisico is het risico dat het fonds problemen kan hebben met het verkrijgen van middelen om te kunnen voldoen aan de verplichtingen van inkoop van participaties. Het liquiditeitsrisico kan ontstaan doordat het fonds er niet in slaagt een financieel activum snel te verkopen tegen vrijwel de marktwaarde.

Participaties van het fonds kunnen naar keuze van de participanten een keer per maand worden aangeboden voor verkoop tegen de dan geldende intrinsieke waarde van het fonds. Het risico van illiquide markten omvat het risico dat een positie niet tijdig tegen een redelijke prijs kan worden geliquideerd. Er wordt alleen gehandeld in liquide gereglementeerde markten, waar een goede prijsvorming tot stand komt.

#### Kredietrisico

Onder kredietrisico wordt verstaan het verlies dat zou worden toegerekend op de verslagdatum indien de tegenpartijen van het financiële instrument volledig in gebreke zouden blijven.

Financiële activa die het fonds in potentie blootstellen aan kredietrisico's, bestaan hoofdzakelijk uit financiële instrumenten (met name de derivaten), kassaldi en deposito's bij banken en van banken te ontvangen posten (banken kunnen immers failliet gaan). De mate waarin het fonds is blootgesteld aan kredietrisico's met betrekking tot deze financiële vaste activa, benadert de boekwaarde ervan zoals opgenomen in de balans van het fonds.

Op de verslagdatum waren de overige financiële activa van het fonds die zijn blootgesteld aan kredietrisico's als volgt:

|                        | 31-12-2010       | 31-12-2009       |
|------------------------|------------------|------------------|
| Liquide middelen (6)   | 1.520.029        | 1.017.573        |
| Overlopende activa (2) | 3.238            | 0                |
|                        | <b>1.523.267</b> | <b>1.017.573</b> |

Alle beleggingen van het fonds zijn beleggingen in derden.

#### Valutarisico

Bij posities die in een andere valuta genoteerd staan dan in euro's ontstaat een risico dat een stijging of een daling van de betreffende valutakoers het resultaat van de positie nadelig kan beïnvloeden. Doordat het All Markets Fund ook handelt op beurzen waar effecten niet in euro's worden genoteerd is er een valutarisico. Dit valutarisico kan het rendement op het fonds positief, maar ook negatief beïnvloeden. In het All Markets Fund worden, voor wat betreft (afdekking) valutarisico, drie categorieën posities onderscheiden:

##### 1. Langetermijnposities

Onder lange termijn wordt bij het All Markets Fund verstaan een positie die naar verwachting langer dan vijf dagen in portefeuille zal worden gehouden. Voor zover deze posities in buitenlandse valuta worden aangehouden én een aanzienlijk deel van het fondsvermogen uitmaken én de verwachting van de fondsbeheerder niet positief is over deze valuta, zullen deze beleggingen worden afgedekt door middel van valutafutures. Wanneer echter deze positie óf klein is ten opzichte van het fondsvermogen óf de fondsbeheerder geen negatieve verwachting heeft over de betreffende buitenlandse valuta, kan de beheerder besluiten de positie (tijdelijk) niet af te dekken.

##### 2. Kortetermijnposities

Onder korte termijn wordt bij het All Markets Fund verstaan posities die naar verwachting die vijf dagen of korter worden aangehouden. Deze posities (voor zover in buitenlandse valuta) worden in principe niet afgedekt. De kosten van afdekken zouden de baten van de handelsposities deels ondermijnen. Bovendien zijn deze posities zo kort in de markt dat het valutarisico laag is. Daarnaast zit het All Markets Fund zowel long als short in de markt, zodat de longpositie in een bepaalde buitenlandse valuta soms wordt gehedged door een shortpositie in die zelfde buitenlandse valuta en vice versa. Tot slot wordt bij een longpositie in een product in buitenlandse valuta, die valuta geleend en naar verwachting binnen vijf dagen weer terugbetaald. Daarom heeft een re- of devaluatie van de buitenlandse valuta geen invloed op het All Markets Fund, behalve dan dat de winst van die transactie iets hoger of lager is dan voor de re- of devaluatie.

##### 3. Valutamodellen / valutatransacties

Daarnaast handelt het All Markets Fund op basis van modellen ook in valuta's zelf, vanzelfsprekend op de valutamarkten. Hierbij wordt op basis van statistiek bewust posities in buitenlandse valuta's ingenomen met het doel winst te genereren voor het fonds. Afdekking van valutarisico schiet hier zijn doel voorbij.

Op 31 december 2010 was de fondsmanager nog positief op de Amerikaanse dollar, dus de langetermijnposities in Amerikaanse dollars waren niet afgedekt, zodat het fondsvermogen van het All Markets Fund bij een devaluatie (daling) van de Amerikaanse dollar met 10% een negatief rendement van -/1,6% zou hebben geboekt, terwijl een revaluatie (stijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro) van 10% een positief rendement van +2% voor het fondsvermogen zou hebben betekend.

De risicotoelichtingen van All Markets Fund zijn zowel kwalitatief als kwantitatief, hiernaast zijn diverse gevoeligheidsschattingen opgenomen. Voorbeeld hiervan betreft valutarisico en renterisico. Bij het liquiditeitsrisico wordt duidelijk een match tussen de verplichtingen uit hoofde van inkoop participaties en de activa (beleggingen in liquide markten) gemaakt.

## 5.5. Beleggingen

Ten aanzien van de beleggingen geldt dat wij onderzocht hebben in hoeverre inzicht gegeven wordt in de wijze waarop de waardering is vastgesteld in geval van beleggingen waarvoor geen of nauwelijks frequente marktnoteringen beschikbaar zijn of waarvoor geen actieve markt bestaat. In het Wilgenhaege Steady Growth Fund van beheerder Wilgenhaege Fondsen Management B.V. zijn zulke beleggingen opgenomen per 31 december 2010 en hebben wij in de jaarrekening adequate toelichtingen aangetroffen.

### Alternatieve Beleggingen

Alternatieve beleggingen worden gewaardeerd tegen de netto vermogenswaarde van de onderliggende fondsen. Daarbij zijn de beleggingen op transactiebasis gewaardeerd. Koersresultaten (gerealiseerd en niet- gerealiseerd) worden rechtstreeks ten gunste of ten laste van de Winst- en Verliesrekening gebracht. De transactiekosten bij aankoopen en verkoop van beleggingen worden verwerkt in het aankoop- dan wel verkoopbedrag van de beleggingen. Voor de positieve herwaardering op de alternatieve beleggingen wordt een wettelijke herwaarderingsreserve gevormd.

(uit waarderingsgrondslagen)

|  | %              | EUR        | %              | EUR        |
|--|----------------|------------|----------------|------------|
| Absoluut Rendement Fondsen – Multi Manager | 2,30%          | 8          | 2,26%          | 8          |
| Onroerend Goed Fondsen - Vastgoed CV       | 39,37%         | 137        | 40,11%         | 142        |
| Onroerend Goed Fondsen                     | 58,33%         | 203        | 57,63%         | 204        |
| <b>Totaal</b>                              | <b>100,00%</b> | <b>348</b> | <b>100,00%</b> | <b>354</b> |

Van de alternatieve beleggingen wordt 39,37% belegd in het onderdeel Onroerend goed Fondsen - Vastgoed CV en 58,33% Onroerend goed Fondsen. Dit deel van de alternatieve beleggingen wordt belegd in Propertunity NL N.V. en Wilgenhaege Stedekroon N.V.

Naast Wilgenhaege Steady Growth Fund zijn dit twee andere beleggingsfondsen die Wilgenhaege Fondsen Management B.V. aanbiedt. Stedekroon belegt in Nederlandse bedrijfspanden, winkels en kantoorgebouwen. Propertunity NL zoekt naar kansen voor extra waardecreatie in de vastgoedmarkt.

Het management van deze twee onroerend goed fondsen heeft een besluit genomen wat beperkte handel weer mogelijk maakt. Beperkt houdt in dat beleggers kunnen uittreden voor zover er in die maand ook intreders zijn. Dit wordt het “match-to-match” principe genoemd. Dit heeft derhalve gevolgen voor de liquiditeit van de belegging. De Beheerder heeft voorts besloten bij de waardering van deze belegging hiermee geen rekening te houden.

(uit toelichting op beleggingen)

### Liquiditeitsrisico

Het Fonds belegt hoofdzakelijk in effecten die aan een officiële gereguleerde effectenbeurs zijn genoteerd. In het algemeen is dan ook sprake van een zodanige verhandelbaarheid van effecten dat aan en verkopen van effecten tijdig kunnen worden uitgevoerd. Het fonds belegt echter ook in een aantal niet genoteerde effecten. Voor een aantal van deze effecten geldt dat deze slechts periodiek verhandelbaar zijn. De verhandelbaarheid van de twee vastgoedfondsen waarin wordt belegd Stedekroon N.V. en Propertunity NL N.V. is op dit moment beperkt. De directie van de twee vastgoedfondsen heeft besloten om handel weer beperkt mogelijk te maken. Beperkt houdt in dat beleggers kunnen uittreden voor zover er ook in die maand intreders zijn. Dit wordt het “match-to-match” principe genoemd.

(uit risicoparagraaf)

Wilgenhaege voldoet hiermee aan vrijwel alle onderzochte aspecten ten aanzien van minder liquide beleggingen. In dit geval wordt een duidelijke match gemaakt tussen de beleggingen en het liquiditeitsrisico (matching van uittredingsrisico met liquiditeit van de activa) zowel in de verantwoording als in de praktijk. Ook is cijfermatig inzicht gegeven in de mate waarin belegd wordt in alternatieve beleggingen met een minder frequente notering en gaat men in op hoe de waardering toestand gekomen is alsook de vorming van een herwaarderingsreserve.

## 6. Gebruikte bronnen

- AFM (augustus 2010), Leidraad Risicomanagement bij beleggingsinstellingen
- Berg van den, A.P.M. (2009), IFRS 7 bij beleggingsinstellingen (13 januari 2010)
- DUFAS (2008), Principles of Fund Governance;
- Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving jaareditie 2009, Kluwer, Deventer
- Solutional Financial Reporting (2010), Onderzoek verslaggeving 2009 publieke beleggingsfondsen;



**Solutional**  
Financial Reporting



**drs. Martin Stravers RA**  
telefoon: +31 6 1400 4133  
e-mail: martin.stravers@solutional.nl



**drs. Roger van den Berg RA CIA CFSA**  
telefoon: +31 6 1400 4132  
e-mail: roger.van.den.berg@solutional.nl



**drs. Marco J. van Empel RA CIA**  
telefoon: +31 6 1400 4131  
e-mail: marco.van.empel@solutional.nl