

# Kempen Oranje Participaties NV

**JAARVERSLAG 2019**



**Kempen**

# Inhoudsopgave

Profiel	4
Verlag van de Raad van Toezicht	5
Bestuursverlag	7
Resultaat	7
Dividendvoorstel	7
Kerncijfers	7
Ontwikkelingen in het Small-cap segment	8
Belegingsbeleid	8
Vooruitzichten	10
Corporate Governance	10
Beheersing van de risico's	11
Risicofactoren	11
Overige informatie	11
Beloningsbeleid	14
Jaarrekening	18
Balans	18
Winst- en verliesrekening	19
Kasstroomoverzicht	20
Toelichting op de balans, de winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht	21
Overige toelichtingen	38
Overige gegevens	40
Prioriteit	40
Belangen van de directieleden van de beheerder	40
Resultaatbestemming	40
Controleverklaring van de onafhankelijke accountant	41

## **Kempen Oranje Participaties NV**

(beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal)

### **Raad van Toezicht**

B. Vos, voorzitter (tot 20 maart 2020)  
V. Wijtzes, voorzitter (vanaf 20 maart 2020)  
H.J. van Everdingen (vanaf 20 maart 2020)  
D.A.M. Melis  
C.S.M. Molenaar (tot 1 januari 2020)  
G.L. Sirks

### **Directie en beheerder**

Kempen Capital Management NV,  
vertegenwoordigd door:  
L.M.T. Boeren (tot 12 maart 2020)  
C.T.L. Korthout (vanaf 12 maart 2020)  
H.Th. Luttenberg

### **Bewaarder, depotbank en fondsadministrateur**

BNP Paribas Securities Services S.C.A.  
Graadt van Roggenweg 250  
3531 AH Utrecht

### **Proxy advisor**

Institutional Shareholder Services Europe S.A.  
166, Chaussee de La Hulpe  
1170 Brussel  
België

### **Fund agent en paying agent**

Van Lanschot Kempen Wealth Management NV  
Hooge Steenweg 29  
5211 JN 's-Hertogenbosch

### **Onafhankelijke accountant**

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

### **Adres**

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
Postbus 75666  
1070 AR Amsterdam

### **Telefoon**

020-348 8910

### **Website**

[www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management)

# Profiel

## Soort belegging

Kempen Oranje Participaties NV (het Fonds) is een beleggingsinstelling die een bottom-up beleggingsproces hanteert om een geconcentreerde portefeuille van overwegend kleine beursgenoteerde Europese ondernemingen op te bouwen.

## Doelstelling

Het Fonds beoogt gebruik te maken van de fiscale deelnemingsvrijstelling en heeft zodoende gewoonlijk belangen van ten minste 5% van het nominaal gestorte kapitaal per onderneming. Daarnaast positioneert het Fonds zich als een betrokken aandeelhouder in de ondernemingen waarin het deelneemt. Het Fonds heeft als doelstelling om op lange termijn een totaal beleggingsresultaat te behalen van 10% op jaarbasis (in de vorm van koerswinsten en dividenden).

## Fondskenmerken

Het Fonds is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal en heeft de status van belastingplichtige vennootschap. Het Fonds is een aan Euronext Amsterdam N.V. genoteerde open-end beleggingsinstelling. Dat wil zeggen dat bij het Fonds, behoudens bijzondere

omstandigheden als in het prospectus omschreven, in principe op iedere eerste beursdag van het kwartaal uitgifte en inname van aandelen plaatsvindt.

## Overige informatie

Kempen Capital Management NV (KCM) is beheerder van het Fonds. KCM is in die hoedanigheid in het bezit van een vergunning op basis van de Wet op het financieel toezicht (Wft) en staat als zodanig onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) te Amsterdam. Het Fonds is als Alternatieve Beleggingsinstelling (ABi) opgenomen in het register beleggingsinstellingen van de AFM onder de vergunning van KCM.

Voor het Fonds zijn een Essentiële Beleggersinformatie en een prospectus opgesteld met informatie over o.a. het product, de kosten en de risico's. Deze documenten zijn kosteloos verkrijgbaar ten kantore van KCM en kunnen eveneens geraadpleegd worden op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

# Verslag van de Raad van Toezicht

Hierbij bieden wij u de jaarrekening over de verslagperiode 2019 aan, zoals opgemaakt door de beheerder, KCM, alsmede het bestuursverslag.

De Raad van Toezicht (RvT) heeft zich ervan vergewist dat de beheerder zich in de verslagperiode bij de uitvoering van zijn beheertaak heeft laten leiden door de 'Principles of Fund Governance'.

## Richtlijnen voor verantwoord bestuur

In de Wft is in het kader van een integere bedrijfsvoering en een zorgvuldige dienstverlening bepaald dat beheerders van beleggingsinstellingen belangenverstrengelingen tegengaan en handelen in het belang van beleggers.

Voor beheerders van beleggingsinstellingen die vallen onder toezicht van de AFM, heeft de brancheorganisatie Dutch Fund and Asset Management Association (DUFAS) een set richtlijnen opgesteld, de 'Principles of Fund Governance'. Doel hiervan is om nadere richtlijnen te geven voor de organisatorische opzet en werkwijze van beheerders van beleggingsinstellingen. Daarmee wil DUFAS waarborgen scheppen voor de integere uitoefening van de bedrijfsvoering en een zorgvuldige dienstverlening.

In beginsel hebben alle in Nederland gevestigde fondsen, beheerd door Kempen Capital Management NV een toezichtsorgaan. Deze toezichtfunctie kan worden uitgeoefend door een bewaarder of de RvT. De belangrijkste taak van de RvT is erop toe te zien dat KCM als beheerder van de onder toezicht staande beleggingsinstellingen handelt in het belang van de deelnemers in die beleggingsinstellingen en dat ze haar organisatie zo inricht dat belangen tegenstellingen worden tegengegaan. De rol van de RvT ligt ook vast in de 'Principles of Fund Governance', waarin KCM de DUFAS-richtlijnen

heeft geïmplementeerd en vastgelegd. Dit document is beschikbaar via [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

De RvT heeft tevens een adviesfunctie. De taken en bevoegdheden van de RvT zijn vastgelegd in een reglement, waarin ook een lijst van besluiten is opgenomen, waarvoor goedkeuring van de RvT is vereist. Dit reglement is eveneens te vinden op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

## Werkzaamheden in de verslagperiode

In maart 2020 zijn de heer Wijtzes en de heer Van Everdingen benoemd tot lid van de RvT. De heer Wijtzes zal de rol van voorzitter vervullen. De benoemingstermijn van de nieuwe leden loopt af op 31 december 2023 en daarmee zijn zij benoemd voor een periode van circa vier jaar. Tegelijkertijd met de benoeming van de nieuwe leden is de heer Vos teruggetreden. Daarnaast is de heer Molenaar per 31 december 2019 teruggetreden. Beide leden zijn conform reglement en als gevolg van het bereiken van de maximale zittingstermijn teruggetreden. De RvT is de heer Molenaar en de heer Vos zeer erkentelijk voor de inzet en kennis die zij gedurende vele jaren aan de beleggingsfondsen van KCM hebben geleverd.

De RvT heeft in de verslagperiode 2019 vijfmaal vergaderd, waarbij één vergadering telefonisch heeft plaatsgevonden. De RvT heeft zich tijdens deze vergaderingen onder meer laten informeren over het door de beheerders gevoerde beleggingsbeleid, de behaalde performance, de uitgifte en inkoop van deelnemingsrechten, alsmede de kosten en de compliance rondom de beleggingsfondsen. Verder heeft de RvT zich laten informeren over de verslaglegging, de (administratieve) organisatie en de ontwikkelingen in de markt. In het kader van Governance en wet- en regelgeving heeft de RvT zich onder andere laten informeren over de invoering van aanstaande regelgeving bij de beheerder en over de monitoring van de

uitbesteding van de fondsadministratie aan BNP Paribas Securities Services S.C.A.

De directeur Impact & Responsible Investment heeft een uitgebreide toelichting gegeven op de wijze waarop de beheerder invulling geeft aan verantwoord beleggen als integraal onderdeel van het beleggingsproces. Conform het reglement van de RvT is een aantal door de beheerder voorgestelde wijzigingen besproken en goedgekeurd.

Amsterdam, 7 april 2020

*Raad van Toezicht*

## Jaarverslag 2019

De RvT heeft het jaarverslag 2019 uitvoerig besproken met de beheerder en de onafhankelijke accountant, PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. In de vergadering van 30 maart 2020 heeft de onafhankelijke accountant een toelichting gegeven op de uitgevoerde controles van de jaarrekeningen. In de vergadering van 30 maart 2020 heeft de onafhankelijke accountant PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. een toelichting gegeven op het ISAE 3402 type II-rapport 2019.

# Bestuursverslag

Hierbij brengen wij verslag uit over de verslagperiode 2019 van het Fonds, die de periode omvat van 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019. In dit bestuursverslag komen eerst de resultaten van het Fonds aan bod, waarna de marktontwikkelingen worden toegelicht. Vervolgens komt het beleggingsbeleid aan bod. Na een beknopt vooruitzicht voor de komende verslagperiode volgt informatie over andere relevante onderwerpen.

## Kerncijfers

	01-01-2019 t/m 31-12-2019	01-01-2018 t/m 31-12-2018	01-01-2017 t/m 31-12-2017	01-01-2016 t/m 31-12-2016	01-01-2015 t/m 31-12-2015
Eigen vermogen (vóór winstbestemming) (x € 1.000)	758.396	569.525	674.001	410.133	317.033
Aantal uitstaande aandelen	3.628.229	3.404.125	3.123.694	2.663.569	2.680.743
Intrinsieke waarde per aandeel (vóór winstbestemming) (€)	209,03	167,30	215,77	153,98	118,26
Dividend per aandeel over de verslagperiode (€)	3,80*	3,80	3,60	3,00	2,60
Uitgekeerd dividend per aandeel in de verslagperiode (€)	3,80	3,60	3,00	2,60	2,40
Rendement, berekend op basis van de intrinsieke waarde (%)	27,6	(21,1)	42,3	32,9	25,7
Som der bedrijfsopbrengsten (x € 1.000)	171.045	(149.151)	195.217	107.946	60.181
Som der bedrijfslasten (x € 1.000)	6.443	6.529	5.541	3.297	2.100
Resultaat voor belastingen (x € 1.000)	164.602	(155.680)	189.676	104.649	58.081
Belastingen (x € 1.000)	2.351	(3.829)	283	4.974	1.379
Resultaat (x € 1.000)	166.953	(151.851)	189.393	99.675	56.702

Doelstelling Kempen Oranje Participaties: Op lange termijn een totaal beleggingsresultaat van 10% op jaarbasis behalen.

\*Dit betreft het dividendvoorstel.

## Resultaat

In de tabel hieronder staan de rendementen op basis van de intrinsieke waarde. Er is rekening gehouden met het in de verslagperiode uitgekeerde dividend.

## Dividendvoorstel

Voorgesteld wordt om over de verslagperiode een contant dividend uit te keren van € 3,80 per gewoon aandeel.

BELEGGINGSRESULTAAT PER AANDEEL	01-01-2019 t/m 31-12-2019	01-01-2018 t/m 31-12-2018	01-01-2017 t/m 31-12-2017	01-01-2016 t/m 31-12-2016	01-01-2015 t/m 31-12-2015
Inkomsten (€)	5,55	5,80	4,38	5,28	16,58
Waardeveranderingen (€)	42,64	(50,28)	61,69	36,25	14,86
Bruto beleggingsresultaat (€)	48,19	(44,48)	66,07	41,53	31,44
Kosten (€)	1,82	1,95	1,88	1,27	1,10
Belastingen (€)	0,66	(1,14)	0,10	1,91	0,72
Netto beleggingsresultaat (€)	45,71	(45,29)	64,09	38,35	29,62

Het gemiddeld aantal aandelen, zoals dat wordt gebruikt in de berekening van het beleggingsresultaat per aandeel, wordt bepaald als het gewogen gemiddelde van de uitstaande aandelen op dagbasis (3.548.897), gebaseerd op het aantal dagen dat de intrinsieke waardebepaling plaatsvindt gedurende de verslagperiode.

## Ontwikkelingen in het Small-cap segment

De MSCI Europe Small Cap Index steeg in 2019 met 31,4%. Aandelenmarkten werden heen en weer geslingerd tussen de negatieve effecten van wereldwijde economische afkoeling (China, Europa en in mindere mate de Verenigde staten) en de positieve effecten van verdere renteverlagingen van vrijwel alle centrale banken, maar lieten per saldo een sterk herstel zien na een daling het jaar ervoor. De onderliggende trends resulteerden op aandelenmarkten voor duidelijke sectorrotatie van cyclische waarden naar defensieve sectoren en infrastructuur. Door economische en politieke onzekerheid laten wereldwijde beleggers Europa al enige tijd links liggen, geïllustreerd door een underperformance van Europese versus de Amerikaanse aandelen van 20% in dollars sinds mei 2018. Na een zwak derde kwartaal herstelden Europese aandelenmarkten zich aan het eind van het jaar, geholpen door de winst van de Conservatieve Partij bij de verkiezingen in het Verenigd Koninkrijk en een beperkte overeenkomst tussen de Verenigde Staten en China waardoor de handelsoorlog lijkt te de-escaleren.

Gedurende 2019 hebben we een aantal biedingen gezien op beursgenoteerde Europese small-caps, waaronder de biedingen op Consort Medical en Axel Springer, alsmede de biedingen op VolkerWessels en OENEO door hun respectievelijke controlerende families. Door de lage (en soms negatieve) rente is het aantrekkelijk voor beleggers met aanzienlijke cash posities (waaronder vermogende families en private equity fondsen) om minderheids-aandeelhouders uit te kopen of bedrijven volledig van de beurs te halen.

Voor de ontwikkeling van de portefeuille blijven de bedrijfsspecifieke ontwikkelingen het belangrijkste voor de koersvorming. Door de sterke koersontwikkeling is de gemiddelde waardering van de portefeuille in 2019 toegenomen. Door middel van portefeuille-aanpassingen en de aankoop van nieuwe deelnemingen streven wij naar een evenwichtige portefeuillevordering.

## Beleggingsbeleid

In 2019 is de KOP-portefeuille verder versterkt met nieuwe deelnemingen in het Nederlandse Amsterdam Commodities (Acom) en het Engelse XP Power. Wij hebben van onze deelnemingen in



de Duitse ondernemingen QSC en 2G Energy volledig afscheid genomen.

Het Nederlandse Acomo is wereldwijd actief in de handel en distributie van specerijen, noten, thee, gedroogde zuidvruchten, zonnebloempitten en ingrediënten voor de voedingsindustrie. Met haar unieke positie in markten die profiteren van de wereldwijde trend naar gezonde en natuurlijke voeding is Acomo bij uitstek gepositioneerd voor aanhoudende groei. In combinatie met een aantrekkelijk dividendrendement van ruim 5%, ondersteunt de deelneming in Acomo onze langetermijndoelstelling om voor Kempen Oranje Participaties een gemiddeld jaarlijks rendement van 10% te behalen.

XP Power is een fabrikant van hoogwaardige transformatoren die worden toegepast in onder andere industriële en medische apparatuur en in de halfgeleiderindustrie. XP Power profiteert van de onderliggende aanhoudende groei in aantrekkelijke eindmarkten zoals halfgeleiders, gezondheidszorg en nieuwe technologie (o.a. 3D printing, 5G) en heeft haar groeimogelijkheden vergroot door acquisities in nieuwe marktsegmenten (hoger voltage/vermogen). Wij verwachten de komende drie jaar een gemiddelde jaarlijkse winstgroei van 13%, geholpen door het cyclische herstel in halfgeleiders, synergieën van acquisities en margeherstel na recente tegenwind van Amerikaanse importtarieven op Chinese componenten.

Wij hebben de aankopen kunnen verrichten door portefeuille-aanpassingen en de groei van het Fonds door zowel nieuwe beleggers als uitbreiding door bestaande beleggers. Door de portefeuille-aanpassingen is het aantal deelnemingen verder toegenomen met een betere spreiding van de portefeuille tot gevolg. Hierdoor is ook het toekomstig koerspotentieel verbeterd.

De portefeuille kenmerkt zich door een sterke overweging van bedrijven die marktleiderschap tonen in hun (niche)markten en daarbij veelal een sterke financiële positie hebben. Op de lange termijn kunnen dergelijke bedrijven vaak

bovengemiddelde groei en daarmee aandeelhouderswaarde creëren.

Na een daling in 2018 lieten de koersen van vrijwel al onze deelnemingen een fors herstel zien in 2019. Koersstijgingen van meer dan 100% zagen we bij BE Semiconductor Industries en EL.EN, twee bedrijven die marktleiderschap combineren met een duidelijk groeiprofiel. De koers van BE Semiconductor Industries profiteerde van haar indrukwekkende winstgevendheid gedurende een cyclisch zwak 2019, alsmede de verwachting dat in 2020 de semiconductor-cyclus weer zal gaan herstellen. Het Italiaanse EL.EN heeft -na een moeilijk 2018- haar groeipad weer gevonden, geholpen door innovaties in de medische divisie en aanhoudende groei in de industriële divisie. Ook onze meest recente aankopen Avon Rubber, Acomo en XP Power presenteerden uitstekend in 2019. Daarnaast hebben we in november een bieding ontvangen op onze aandelen OENEO. De investeringsmaatschappij van de controlerende familie in het Franse OENEO (met een 63,1% belang) maakte bekend dat het alle resterende aandelen van het bedrijf in handen wil krijgen en daarmee de producent van kurken en wijnvaten van de beurs te willen halen. Kendrion deed een aantrekkelijke acquisitie waarvoor het nieuwe aandelen uitgifte.

De achterblijvers in 2019 waren SAF-HOLLAND en ForFarmers. De eerstgenoemde onderneming probeert zowel de zwakke balans als de ondermaatse winstgevendheid te verbeteren in een neergaande cyclus voor trucks en trailers en de komende maanden zullen moeten uitwijzen of het daarin succesvol zal zijn. Dichter bij huis zet de stikstofdiscussie in Nederland de groeiverwachtingen onder forse druk bij veevoerproducent ForFarmers. Wij hebben in het vierde kwartaal gesproken met de Raad van Commissarissen (RvC) van ForFarmers waarmee we invulling geven aan onze bovengenoemde betrokken aandeelhouderschap gericht op de lange termijn. In het gesprek hebben wij duidelijk gemaakt dat de belangen van aandeelhouders wat ons betreft centraal dienen te staan in de strategie voor de periode 2020-2025 die in het voorjaar 2020 zal worden gepresenteerd. Naast

het feit dat de onderneming haar procedures inzake grondstofinkopen en overnames heeft aangescherpt, zal rationalisatie van de Nederlandse agrarische sector waarschijnlijk tot verdere consolidatie tussen veevoerproducenten leiden, wat voor een leidende speler als ForFarmers op termijn positief zou kunnen uitpakken.

## Vooruitzichten

Achter het rendement dat KOP heeft gerealiseerd over 2019 gaat een grote bewegelijkheid van individuele koersen schuil waarbij vrijwel elk aandeel dubbelcijferige koersuitslagen heeft laten zien. Opgelopen waarderingen en relatief beperkte liquiditeit zullen naar verwachting ook in 2020 tot bewegelijkheid in microcaps blijven zorgen. Het is daarom belangrijk dat zowel de portefeuillemanagers als de participanten in KOP ons blijven richten op de langetermijnontwikkeling van onze bedrijven.

Het Fonds heeft een geconcentreerde portefeuille van kleine beursgenoteerde Europese ondernemingen. Voor veel van die belangen wordt gebruikgemaakt van de deelnemingsvrijstelling en is het kapitaalbelang in die ondernemingen meer dan 5%. Deze beleggingen zijn onderhevig aan normale marktschommelingen en risico's die inherent zijn aan het beleggen in financiële instrumenten. Als gevolg van de relatief geconcentreerde portefeuille kunnen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze beleggingen de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan bij een portefeuille die niet op vergelijkbare wijze geconcentreerd is. De uitbraak van het coronavirus heeft tot grote koersdalingen en volatiliteit op de financiële markten geleid. Dit heeft ook een negatieve invloed gehad op de waarde van het Fonds. Vooral nog is de negatieve invloed op het Fonds minder groot dan in het Europese small-cap segment. Het handelsvolume in individuele aandelen is de afgelopen weken fors toegenomen in het small-cap segment en heeft daarmee een positief effect gehad op de liquiditeit. Tot op heden heeft het Fonds als gevolg van het ontstaan van de

coronacrisis geen uitstroom gehad. Daarnaast heeft het Fonds per ultimo maart 2020 een relatief ruime liquiditeitspositie van circa 12%. Deze positie kan het Fonds aanwenden voor eventuele uitstroom alsook de uitbouw van de bestaande, en opbouw van nieuwe belangen. Hoe groot de totale impact van het coronavirus wordt en hoe lang het nog zal aanhouden is onbekend.

Door de grote onzekerheid heeft een groot aantal bedrijven haar verwachtingen voor 2020 teruggetrokken en het dividendvoorstel over 2019 uitgesteld en ook teruggetrokken. Hierdoor is het voor de korte termijn uitdagend om uitspraken te doen voor de onderliggende waardering van onze portefeuille, in termen van koers-winstverhouding. Onze focus is er op gericht om de bedrijven te selecteren met een sterke balans en dominante marktposities waarvan wij denken dat ze sterker uit deze crisis zullen komen.

Voor meer actuele ontwikkelingen en commentaren verwijzen wij naar onze kwartaalberichten die te vinden zijn op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management). Tevens vindt u hier de actuele samenstelling van de portefeuille en informatie over het beheerteam.

## Corporate Governance

Wij willen een betrokken aandeelhouder zijn en voeren daarom regelmatig met alle ondernemingen in onze portefeuille gesprekken. Hiermee ondersteunen wij de creatie van langetermijnaandeelhouderswaarde en beperken wij ons beleggingsrisico. Wij spreken alle ondernemingen zeer regelmatig door middel van bezoeken bij de onderneming, ontvangst van de CEO of CFO bij ons op kantoor of in conference calls. Van groot belang blijven ook de bezoeken aan een hoofdkantoor, fabriek of het bekijken van nieuwe machines of het doorspreken van de specifieke dienstverlening. In dit kader hebben we in het afgelopen jaar nadrukkelijk contact gezocht met de RvC van SAF-HOLLAND, SUSS MicroTec en ForFarmers. Dit behoort tot ons betrokken aandeelhouderschap, waardoor wij

beter de creatie van aandeelhouderswaarde kunnen beoordelen en desgewenst motiveren.

In de verslagperiode bezochten wij jaarvergaderingen van alle Nederlandse ondernemingen in onze portefeuille en van enkele buitenlandse deelnemingen. Voor onze andere belangen hebben we, waar mogelijk, op afstand ons stemrecht uitgeoefend (proxy voting). Voor buitenlandse ondernemingen zijn we betrokken aandeelhouder door een combinatie van regelmatige contacten en ontmoetingen, selectieve bezoeken aan jaarvergaderingen en meestal het uitoefenen van stemrecht op jaarvergaderingen. Met alle ondernemingen in de portefeuille hebben wij regelmatig contact over de voortgang van de bedrijfsactiviteiten en of andere onderwerpen die van invloed zijn op de aandeelhouderswaarde.

Graag verwijzen wij naar het stemverslag op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

## Beheersing van de risico's

Bij KCM is een "3 lines of defence" model geïmplementeerd, waarbinnen de eerste lijn bestaat uit medewerkers van de business, de tweede lijn uit de onafhankelijke afdelingen Risk, Compliance en Juridische Zaken en de derde lijn uit de afdeling Group Audit.

Portfolio managers zijn als vertegenwoordigers van de business primair verantwoordelijk voor het beheersen van de beleggingsgerelateerde risico's binnen de portefeuilles. KCM Portfolio Risk Management toetst de beleggingsgerelateerde risico's binnen de portefeuilles onafhankelijk van de portfolio managers en ziet toe op de naleving van de beleggingsrestricties door de verantwoordelijke portfolio manager. Deze beleggingsrestricties zijn een gedetailleerde en concrete uitwerking van de in het prospectus genoemde restricties die gelden ten aanzien van het beleggingsbeleid. Daarnaast komen er beleggingsrestricties voort uit relevante wet- en regelgeving. In geval van een mogelijke afwijking van deze beleggings-

restricties, bespreekt KCM Portfolio Risk Management deze met de portfolio manager.

Indien nodig rapporteert KCM Portfolio Risk Management de afwijking aan de directie van de beheerder en KCM Product Management die vervolgens de Raad van Toezicht informeert. Tevens worden er correctieve maatregelen getroffen en waar nodig wordt de toezichthouder geïnformeerd. De directie van de beheerder bewaakt eveneens het voldoen aan wet- en regelgeving.

Daarnaast beschikt de directie van de beheerder over een risicobeheersingsprocedure waarmee het werkelijke risico van de posities en het aandeel daarvan in het totale risicoprofiel van het Fonds kan worden bewaakt en gemeten. De directie van de beheerder beschikt over een procedure voor een accurate en onafhankelijke evaluatie van de waarde van OTC-derivaten (indien van toepassing).

## Risicofactoren

Een beschrijving van de risico's waaraan het Fonds onderhevig is, is opgenomen in de toelichting op de jaarrekening.

## Overige informatie

### Organisatie KCM

In november 2019 heeft de heer Luttenberg aangekondigd dat hij zal terugtreden als lid van de directie van KCM met ingang van 1 mei 2020. Onder voorbehoud van goedkeuring door de AFM, zal de heer Jansen worden benoemd tot lid van de directie van KCM.

Op 12 maart 2020 is aangekondigd dat Van Lanschot Kempens en Leni Boeren in goed overleg tot de conclusie zijn gekomen dat Leni Boeren per direct om persoonlijke redenen terug zal treden als directievoorzitter van KCM en lid van de Executive Board van Van Lanschot Kempens. Leni Boeren zal zich tot 1 juli 2020 richten op een aantal specifieke strategische projecten bij Asset Management en een goede overdracht van haar

functies. Zij blijft aan de organisatie verbonden tot aan het einde van dit jaar.

Constant Korthout, CFRO Van Lanschot Kempen, zal de verantwoordelijkheden van Leni Boeren overnemen. Op korte termijn zal de Raad van Bestuur van Van Lanschot Kempen Wealth Management NV besluiten hoe zij deze vacature wil invullen.

### Maatregelen i.v.m. coronavirus

In verband met het coronavirus heeft de Van Lanschot Kempen Groep additionele maatregelen getroffen om haar dienstverlening en de belangen van haar klanten veilig te stellen. De adviezen van het RIVM worden op de voet gevolgd en verschillende (facilitaire) maatregelen zijn getroffen waaronder het splitsen van kritische teams over drie hoofdkantoorlocaties waartussen niet meer gereisd wordt. In principe wordt vanuit huis gewerkt.

Het is niet gebleken dat de kritische systemen binnen de Van Lanschot Kempen Groep alsook de kritische systemen van de fondsadministrateur, depotbank en bewaarder, BNP Paribas Securities Services S.C.A., niet naar behoren hebben gefunctioneerd.

### Wijziging prospectus

Met ingang van 17 oktober 2019 is het prospectus aangepast. In het prospectus is een uitgebreidere toelichting opgenomen op de toepassing van ESG binnen het Fonds. Daarnaast zijn verschillende onderdelen geactualiseerd.

### Vereenvoudiging juridische structuur Van Lanschot en Kempen & Co

De moedermaatschappij van KCM, Kempen & Co NV, is per 1 januari 2020 opgegaan in Van Lanschot NV. Deze overblijvende juridische entiteit is hernoemd tot Van Lanschot Kempen Wealth Management NV.

### Interne beheersing en vergunning

#### Inleiding

Het is de verantwoordelijkheid van de directie van KCM om een adequaat stelsel van interne

beheersingsmaatregelen te treffen om ervoor zorg te dragen dat de (financiële verantwoordings)processen betrouwbaar zijn.

KCM is in het bezit van vergunningen op basis van de artikelen 2:65 en 2:69b van de Wft en staat als zodanig onder toezicht van de AFM te Amsterdam. KCM is een dochteronderneming van Van Lanschot Kempen Wealth Management NV, die op haar beurt een dochteronderneming van Van Lanschot Kempen NV is.

### Verrichte werkzaamheden

De directie van de beheerder heeft een beschrijving van de opzet van de administratieve organisatie en de daarin opgenomen interne beheersingsmaatregelen op schrift gesteld die overeenkomt met de eisen zoals bedoeld in artikel 121 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft (BGfo) en de Wft. Voor de directie van de beheerder hebben de 'Principles of Fund Governance' als leidraad gefungeerd in de uitvoering van haar werkzaamheden voor het Fonds. Dit document is te raadplegen op [www.kempen.com/nl/asset-management/about-kcm/corporate-governance](http://www.kempen.com/nl/asset-management/about-kcm/corporate-governance).

Gedurende een verslagperiode maakt de directie van de beheerder gebruik van meerdere middelen om de effectiviteit en de efficiëntie van de administratieve organisatie te bewaken. Naast het directe toezicht dat wordt uitgevoerd als onderdeel van de managementtaken, worden de volgende werkzaamheden uitgevoerd.

Door middel van een beoordeling worden periodiek op stelselmatige wijze de significante risico's bij KCM geïdentificeerd en beoordeeld. Deze risicobeoordelingen worden gefaciliteerd door de afdelingen KCM Portfolio Risk Management en Groep Risk Management binnen de Van Lanschot Kempen Groep, in overleg met de Interne Accountants Dienst en Groep Compliance. Tevens vindt periodiek een beoordeling plaats van de interne beheersingsmaatregelen die zijn opgesteld om risico's te mitigeren en worden deze, indien nodig, geactualiseerd.

Jaarlijks wordt de effectiviteit van de interne beheersingsmaatregelen met betrekking tot de vermogensbeheeractiviteiten binnen KCM getoetst door middel van een ISAE 3402-controle (International Standard for Assurance Engagements). Deze controle wordt gedaan door een onafhankelijke, externe accountant waarbij een assurance rapportage wordt afgegeven. Naar aanleiding hiervan is voor het kalenderjaar 2019 een ISAE 3402 type II-rapport opgesteld. De directie van KCM is voornemens om ook voor het kalenderjaar 2020 een ISAE 3402 type II-rapport op te stellen.

### Oordeel

Het geheel van direct toezicht en overige werkzaamheden geeft de directie van de beheerder geen aanleiding om te concluderen dat de opzet van de administratieve organisatie en de daarin opgenomen interne beheersingsmaatregelen als bedoeld in artikel 121 van het BGfo niet voldoen aan de uitgangspunten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. Ook hebben wij niet geconstateerd dat de administratieve organisatie en de daarin opgenomen interne beheersingsmaatregelen niet effectief en niet overeenkomstig de beschrijving functioneren. Derhalve verklaren wij met een redelijke mate van zekerheid dat de administratieve organisatie gedurende de verslagperiode effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

### Code Vermogensbeheerders DUFAS

KCM is lid van DUFAS, de Nederlandse vereniging van beleggingsinstellingen en vermogensbeheerders. DUFAS heeft in 2014 de Code Vermogensbeheerders vastgesteld. Het verslag van KCM over de toepassing van deze code is te raadplegen op [www.kempen.com/nl/asset-management/about-kcm/corporate-governance](http://www.kempen.com/nl/asset-management/about-kcm/corporate-governance).

### ESG-beleid

KCM biedt haar klanten een verantwoorde beleggingsoplossing. Dit betekent dat environmental, social en governance 'ESG-criteria' zijn geïntegreerd in het beleggingsproces. Het toepassen van ESG-criteria gaat hand

in hand met het streven naar financieel rendement. Een gebrek aan aandacht voor ESG-aspecten kan immers het risicoprofiel van onze beleggingsportefeuille vergroten.

Kempen maakt zich sterk voor duurzame alpha. Ons ESG-beleid steunt daartoe op vier pijlers:

1. ESG-integratie: ervoor zorgen dat we in onze beleggingsanalyses en -processen duurzaamheidsrisico's en -kansen voldoende meewegen;
2. Uitsluiting en vermijding: niet beleggen in ondernemingen waar sprake is van controversiële activiteiten of gedragingen;
3. Actief aandeelhouderschap: verantwoord omgaan met het kapitaal van onze klanten en onze invloed aanwenden om via dialoog en uitoefening van het stemrecht het gedrag van ondernemingen in specifieke ESG-kwesties te verbeteren en positieve veranderingen in gang te zetten;
4. Positieve impact: beleggen met als doel impact te hebben en een concrete positieve bijdrage te leveren, bijvoorbeeld aan de door de VN geformuleerde Duurzame Ontwikkelingsdoelen (SDG's).

De portefeuilles van de eigen en externe fondsbeheerders worden periodiek gescreend op ESG-issues. Door middel van deze screening wordt onderzocht of er ondernemingen in de portefeuilles aanwezig zijn die met hun bedrijfsactiviteiten in meer of in mindere mate in conflict zijn met de door KCM gehanteerde ESG-criteria.

Het ESG-beleid van Kempen is voor de drie relevante pijlers – uitsluiting, ESG-integratie en actief aandeelhouderschap – volledig in het beleggingsproces van ons Fonds ingebed.

Het Fonds sluit beleggingen uit in entiteiten die betrokken zijn bij de productie van tabak en controversiële wapens zoals clustermunities, anti-persoonsmijnen, kernkoppen en chemische en biologische wapens.

Tijdens de fundamentele analyse verdiepen we ons verder in de ESG-kenmerken van een onderneming. Hierbij kijken we per onderneming naar materiële sectorspecifieke risico's en bedrijfspecifieke risico's en praktijken.

Als betrokken aandeelhouder met een langetermijnhorizon gaan we in dialoog met de ondernemingen en fondsmanagers waarin we beleggen. Deze dialoog, engagement genoemd, beoogt verbetering te bewerkstelligen bij ondernemingen waar bepaalde ESG-aandachtsgebieden zijn geconstateerd. We voeren de dialoog met ondernemingen in de eigen beleggingsfondsen en met externe fondsmanagers. Indien engagement niet tot het gewenste resultaat leidt, kunnen ondernemingen of fondsmanagers worden uitgesloten van onze beleggingsportefeuilles.

### Stembeleid

Het Fonds heeft gestemd op aandeelhoudersvergaderingen van door het Fonds gehouden aandelen. Hiervoor werd gebruikgemaakt van de diensten van een stemadviesbureau en werd veelal elektronisch een stem uitgebracht.

Het uitoefenen van stemrecht is een essentieel onderdeel van verantwoord beleggen en betrokken aandeelhouderschap. In de afgelopen verslagperiode heeft het Fonds bij haar beleggingen direct of indirect deelgenomen aan de desbetreffende aandeelhoudersvergaderingen en/of regelmatig gesproken met het management. Het stembeleid en een stemverslag zijn te vinden op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

Voor meer informatie over het ESG-beleid van de beheerder verwijzen wij u naar [www.kempen.com/nl/asset-management/responsible-investment](http://www.kempen.com/nl/asset-management/responsible-investment) en over het ESG-beleid van het Fonds verwijzen wij u naar [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management).

## Beloningsbeleid

### Inleiding

De medewerkers, die werkzaam zijn voor KCM, zijn in dienst van Van Lanschot Kempens Wealth Management NV, de moedermaatschappij van KCM. Van Lanschot Kempens Wealth Management NV is een dochtermaatschappij van Van Lanschot Kempens NV. Alle tot Van Lanschot Kempens NV behorende rechtspersonen, vennootschappen en bijkantoren worden hierna "Van Lanschot Kempens" genoemd. Op basis van gewijzigde regelgeving heeft Van Lanschot Kempens in 2015 een nieuw variabel beloningsbeleid voor haar medewerkers vastgesteld. Dit variabele beloningsbeleid geldt voor de medewerkers (inclusief de Identified Staff-medewerkers) van Van Lanschot Kempens Wealth Management NV en hun dochterondernemingen waaronder KCM.

Voor KCM geldt zodoende het beloningsbeleid van Van Lanschot Kempens, met dien verstande dat voor KCM tevens enkele specifieke, additionele bepalingen gelden, welke zijn beschreven in het beloningsbeleid en welke specifiek gericht zijn op de activiteiten van KCM en de beloningsregels die ten aanzien van die activiteiten gelden. Het beloningsbeleid is van toepassing op alle medewerkers die werkzaam zijn voor KCM. Uitgekeerde beloningen worden niet toegerekend aan individuele beleggingsinstellingen.

### Algemene beginselen KCM beloningsbeleid

Van Lanschot Kempens hanteert een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid dat in lijn is met de strategie, risicobereidheid, doelstellingen en waarden van Van Lanschot Kempens. Het beloningsbeleid is in overeenstemming met en draagt bij aan een degelijke en doeltreffende risicobeheersing en moedigt niet aan tot het nemen van meer risico's dan voor Van Lanschot Kempens aanvaardbaar is. Van Lanschot Kempens draagt er zorg voor dat het beloningsbeleid binnen Van Lanschot Kempens wordt toegepast.

Het beloningsbeleid kent de volgende algemene beginselen die gelden voor alle medewerkers die werkzaam zijn voor KCM:

- outperformance wordt beloond;
- er wordt gedifferentieerd beloond;
- de variabele beloning van een medewerker wordt gebaseerd op de prestaties van Van Lanschot Kempen, KCM en de individuele prestaties;
- de beoordeling van de persoonlijke prestaties wordt gebaseerd op zowel kwantitatieve (financiële) als kwalitatieve (niet-financiële) prestatiecriteria, waarbij bepaalde afdelingen alleen kwalitatieve criteria hanteren;
- de variabele beloning wordt voor ten minste 50% gebaseerd op niet-financiële criteria;
- de prestatiecriteria bevatten geen prikkels tot het nemen van onverantwoorde risico's;
- in de verhouding tussen de vaste en variabele componenten van de beloning wordt op passende wijze rekening gehouden met de belangen van cliënten en de prestatiecriteria worden zo bepaald dat belangenconflicten voorkomen worden die zich kunnen voordoen tussen medewerkers en cliënten;
- het toekennen van variabele beloning is mede gerelateerd aan de langetermijndoelstellingen van Van Lanschot Kempen waarbij het toekennen van de variabele beloning aan KCM medewerkers mede is gerelateerd aan de langetermijndoelstellingen van Kempen & Co NV, welke entiteit per 1 januari 2020 is opgegaan in Van Lanschot Kempen Wealth Management NV, en KCM;
- bij het beoordelen van prestaties op basis van de vastgestelde prestatiecriteria worden financiële prestaties gecorrigeerd voor (geschatte) risico's en kosten van kapitaal;
- variabele beloning wordt alleen toegekend of uitgekeerd (inclusief het voorwaardelijk toegekende gedeelte) indien (i) dat te verenigen is met de

financiële toestand van Van Lanschot Kempen en de prestaties van Van Lanschot Kempen, KCM en relevante medewerker zulks rechtvaardigen en (ii) Van Lanschot Kempen voldoet aan de kapitaalbuffer die geldt op grond van de Wft en uitvoeringsregelgeving;

- Van Lanschot Kempen kent geen financiële diensten of andere activiteiten, beloningscomponenten of -structuren die kunnen leiden tot het risico van onzorgvuldige behandeling van consumenten, cliënten of deelnemers, noch zal zij die invoeren;
- indien door Van Lanschot Kempen geen winst wordt behaald in enig boekjaar, kunnen de bonuspools discretionair worden vastgesteld door de Raad van Bestuur met goedkeuring van de Raad van Commissarissen;
- variabele beloning wordt alleen toegekend aan medewerkers die werkzaam zijn voor KCM indien KCM winst maakt; en
- bij de herbeoordeling voorafgaand aan de uitbetaling en verwerving van de variabele beloning wordt de totale variabele beloning aanzienlijk verlaagd door middel van malus- of terugvorderingsregelingen indien Van Lanschot Kempen geringe of negatieve prestaties levert of in geval van onbekwaam of incorrect gedrag van een medewerker.

De verdere uitwerking van het beloningsbeleid is terug te vinden op [www.kempen.com](http://www.kempen.com). Hierin is onder andere een nadere beschrijving terug te vinden van de opbouw van de vaste en variabele beloningscomponenten. Ook de criteria op basis waarvan de hoogte van de variabele beloning bepaald wordt, welke afwijkende regels gelden voor bijvoorbeeld de medewerkers in een controlefunctie en welke delen van de variabele beloning voorwaardelijk zijn, zijn in dit beleid beschreven alsmede de governance rondom de jaarlijkse vaststelling van de variabele beloningen.

## Toegekende beloningen KCM boekjaar 2019

KCM treedt per 31 december 2019 op als beheerder van 29 ABI's en 33 Instellingen voor Collectieve Beleggingen in Effecten (ICBE's). Het totaal aan vermogen onder beheer voor de ABI's per 31 december 2019 is € 2.678 miljoen, het totaal vermogen onder beheer voor ICBE's per 31 december 2019 is € 9.338 miljoen.

De tabel op de volgende bladzijde bevat informatie over toegekende beloning aan Identified Staff. Onder Identified Staff van KCM wordt verstaan: KCM medewerkers, inclusief de directie van KCM, van wie de werkzaamheden het

risicoprofiel van KCM of het risicoprofiel van door KCM beheerde fondsen materieel beïnvloeden, inclusief medewerkers die een hogere leidinggevende, risiconemende of controlefunctie uitoefenen, alsmede medewerkers die een beloning ontvangen van ten minste hetzelfde niveau als van de categorieën van medewerkers die een hogere leidinggevende of risiconemende functie uitoefenen. KCM rekent geen personeelskosten toe aan individuele beleggingsinstellingen.

Onderstaande cijfers hebben betrekking op het boekjaar 2019 van KCM en zijn de laatst beschikbare cijfers. Van de totale beloning zijn onderstaande bedragen toegewezen op basis van het fondsvermogen.

	Hogere leidinggevende personen*	Leidinggevende functies	Overige medewerkers	Alle medewerkers
Aantal medewerkers (in Fte's, gemiddeld over boekjaar 2019)	5	30	230	265
<b>Beloning 2019</b>				
Totale vaste beloning	€ 26.649	€ 60.986	€ 242.634	€ 330.270
Totale variabele beloning**	€ 5.158	€ 17.127	€ 38.213	€ 60.498

De toerekening van de vaste en variabele beloning vindt plaats op de volgende wijze:

$$\frac{\text{Totale beloning (vast en variabel)} * \text{Fondsvermogen}}{\text{Totaal beheerd vermogen KCM}}$$

\* Mevrouw L.M.T. Boeren was voorzitter van de directie van Kempen & Co NV, welke entiteit per 1 januari 2020 is opgegaan in Van Lanschot Kempen Wealth Management NV, en behoorde uit dien hoofde tot de Identified Staff van Kempen & Co onder de regelgeving van Prudential Supervision of Credit institutions and investment firms (CRD IV). Zij is tevens directeur van KCM en zodoende opgenomen in de tabel in de categorie 'Hogere leidinggevende personen'. Mevrouw L.M.T. Boeren behoort niet tot de Identified Staff van KCM.

\*\* De variabele beloning betreft, conform regelgeving, de variabele beloning die in boekjaar 2019 ten laste is gekomen van de beheerder.



In verband met artikel 1:120 lid 2 onder a Wft melden wij het volgende: geen enkele persoon heeft in 2019 een beloning ontvangen die het miljoen euro overschrijdt.

Amsterdam, 7 april 2020

*Directie van de beheerder  
Kempen Capital Management NV*

# Jaarrekening

## Balans

vóór winstbestemming

	REFERENTIE	31-12-2019 x € 1.000	31-12-2018 x € 1.000
<b>BELEGGINGEN</b>	<b>I</b>		
Aandelen		701.088	532.936
Beleggingsfondsen		29.994	30.338
		<u>731.082</u>	<u>563.274</u>
<b>VORDERINGEN</b>			
Af te wikkelen effectentransacties		561	2
Belastingen		2.016	1.985
Latente belastingvordering	II	732	1.519
Overige vorderingen en overlopende activa	III	292	-
		<u>3.601</u>	<u>3.506</u>
<b>OVERIGE ACTIVA</b>			
Liquide middelen	IV	25.411	3.723
<b>KORTLOPENDE SCHULDEN</b>			
Af te wikkelen effectentransacties		-	31
Overige schulden en overlopende passiva	V	1.698	947
		<u>1.698</u>	<u>978</u>
<b>UITKOMST VAN VORDERINGEN EN OVERIGE ACTIVA MINUS KORTLOPENDE SCHULDEN</b>		<u>27.314</u>	<u>6.251</u>
<b>UITKOMST VAN ACTIVA MINUS KORTLOPENDE SCHULDEN</b>		<u>758.396</u>	<u>569.525</u>
<b>EIGEN VERMOGEN</b>	<b>VI</b>		
Geplaatst kapitaal		1.451	1.361
Agio		318.489	278.554
Algemene reserve		276.205	441.461
Onverdeeld resultaat		162.251	(151.851)
		<u>758.396</u>	<u>569.525</u>

# Winst- en verliesrekening

	REFERENTIE	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
<b>DIRECT RESULTAAT UIT BELEGGINGEN</b>			
<i>Opbrengst uit beleggingen</i>			
Dividenden		19.482	19.094
Interest op liquide middelen		26	21
		<u>19.508</u>	<u>19.115</u>
<b>INDIRECT RESULTAAT UIT BELEGGINGEN</b>			
<i>Waardeveranderingen</i>			
Gerealiseerde winsten		10.023	5.497
Gerealiseerde verliezen		(2.042)	(10.102)
Ongerealiseerde winsten		176.993	3.323
Ongerealiseerde verliezen		(33.646)	(167.329)
		<u>151.328</u>	<u>(168.611)</u>
<b>OVERIG RESULTAAT</b>			
Op- en afslagen		201	325
Valutakoersverschillen		(9)	7
Retourprovisie		17	13
		<u>209</u>	<u>345</u>
<b>SOM DER BEDRIJFSOPBRENGSTEN</b>		<u>171.045</u>	<u>(149.151)</u>
<b>KOSTEN</b>			
	VII		
Beheervergoeding		4.957	5.042
Service fee		1.322	1.345
Interest op liquide middelen		164	142
<b>SOM DER BEDRIJFSLASTEN</b>		<u>6.443</u>	<u>6.529</u>
<b>RESULTAAT VOOR BELASTINGEN</b>		<u>164.602</u>	<u>(155.680)</u>
Belastingen	VIII	2.351	(3.829)
<b>RESULTAAT NA BELASTINGEN</b>		<u>162.251</u>	<u>(151.851)</u>

# Kasstroomoverzicht

	REFERENTIE	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
<b>KASSTROOM UIT BELEGGINGSACTIVITEITEN</b>			
Aankopen van beleggingen		(103.021)	(193.461)
Verkopen van beleggingen		85.951	115.343
Ontvangen dividend		19.159	18.479
Ontvangen interest		26	21
Betaalde interest		(164)	(143)
Ontvangsten in verband met het beheer van de beleggingen		17	13
Betalingen in verband met het beheer van de beleggingen		(5.528)	(6.486)
Overige betalingen		(1.564)	(2.501)
		<u>(5.124)</u>	<u>(68.735)</u>
<b>KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN</b>			
Ontvangen bij (her)uitgifte aandelen		40.025	60.909
Betaald bij inname aandelen		-	(1.415)
Ontvangen op- en afslagen		201	325
Dividenduitkering		(13.405)	(12.119)
		<u>26.821</u>	<u>47.700</u>
<b>NETTO KASSTROOM</b>		<u>21.697</u>	<u>(21.035)</u>
Koers- en omrekeningsverschillen op geldmiddelen		(9)	7
		<u>21.688</u>	<u>(21.028)</u>
<b>MUTATIE GELDMIDDELEN</b>			
Geldmiddelen begin van de verslagperiode		3.723	24.751
Geldmiddelen eind van de verslagperiode	IV	25.411	3.723
<b>MUTATIE GELDMIDDELEN</b>		<u>21.688</u>	<u>(21.028)</u>

De geldmiddelen betreffen de direct opeisbare tegoeden bij banken.

Met ingang van de verslagperiode 2019 is de presentatiewijze van het kasstroomoverzicht gewijzigd naar de directe methode. De vergelijkende cijfers zijn in verband met deze wijziging aangepast.

# Toelichting op de balans, de winst- en verliesrekening en het kasstroomoverzicht

## Algemeen

### Soort belegging

Kempen Oranje Participaties NV (het Fonds) is een beleggingsinstelling die een bottom-up beleggingsproces hanteert om een geconcentreerde portefeuille van overwegend kleine beursgenoteerde Europese ondernemingen op te bouwen.

### Fondskenmerken

Het Fonds is een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal in de zin van artikel 2:76a Burgerlijk Wetboek. Het Fonds is (statutair) gevestigd in Amsterdam en is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam, onder nummer 33253701.

Het Fonds is belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting.

Het Fonds is een aan Euronext Amsterdam NV genoteerde open-end beleggingsinstelling. Dat wil zeggen dat bij het Fonds, behoudens bijzondere omstandigheden als in het prospectus omschreven, in principe op iedere eerste beursdag van het kwartaal uitgifte en inname van aandelen plaatsvindt.

Het Fonds is een Alternatieve Beleggingsinstelling (ABi).

### Overige informatie

Kempen Capital Management NV (de beheerder) is statutair gevestigd aan de Beethovenstraat 300, 1077 WZ te Amsterdam. De beheerder is ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 33181992.

### Risicofactoren

Het doel van het Fonds is het beleggen van vermogen teneinde de aandeelhouders in de resultaten te doen delen. Naast het innemen van rechtstreekse posities kan gebruikgemaakt worden van derivaten, zoals opties, futures, (valuta)termijncontracten en dergelijke. Het Fonds heeft hier in de verslagperiode geen gebruik van gemaakt, waardoor de risico's beschreven in deze paragraaf dientengevolge niet worden beïnvloed.

Het Fonds is geschikt als kern- of aanvullende belegging voor die personen die:

- x interesse hebben om op eenvoudige manier exposure te verkrijgen naar kleinere Europese ondernemingen;
- x een langetermijndoelstelling hebben voor hun beleggingen;
- x mogelijke significante verliezen kunnen dragen;
- x die de risico's en kansen van aandelenbeleggingen begrijpen;
- x interesse hebben in een geconcentreerde portefeuille;
- x die de gevolgen van een lagere verhandelbaarheid en liquiditeit kunnen dragen.

Met betrekking tot het Fonds is sprake van verschillende financiële risico's, waarvan de belangrijkste risico's hieronder uiteengezet worden. Voor een gedetailleerde toelichting en een overzicht van de overige risico's waaraan het Fonds onderhevig kan zijn, inclusief het raamwerk dat KCM heeft opgezet om deze risico's te beheersen, verwijzen wij naar het prospectus en/of

naar de beleidsstukken van KCM ten aanzien van het risicomanagement van de hieronder genoemde risicocategorieën.

KCM Portfolio Risk Management rapporteert periodiek aan de Raad van Toezicht over deze verschillende risicocategorieën.

#### Rendementsrisico

Het staat niet vast dat het Fonds haar beleggingsdoelstelling zal halen. De beheerder kan de verdeling van de door hem geselecteerde beleggingen aanpassen op basis van de marktvooruitzichten. Het Fonds is hierbij verplicht om te beleggen conform het beleggingsbeleid zoals beschreven in het prospectus en kan daarom niet inspelen op ontwikkelingen in financiële instrumenten en markten die niet passen binnen het beleggingsbeleid van het Fonds. De geselecteerde individuele beleggingen kunnen zowel een positieve als negatieve invloed hebben op het rendement en het risico van het Fonds. Het rendement dat het Fonds realiseert tussen het moment van aan- en verkoop van een aandeel in het Fonds staat vooraf niet vast en wordt op geen enkele wijze door het Fonds gegarandeerd.

#### Marktrisico

De beleggingen van het Fonds zijn blootgesteld aan normale marktschommelingen en risico's die inherent zijn aan het beleggen in financiële instrumenten. De waarde van de onderliggende beleggingen kan fluctueren en kan toe- of afnemen vanwege een groot aantal factoren, zoals verwachtingen ten aanzien van economische groei, inflatie en prijsontwikkeling op goederen- en valutamarkten. Daarnaast kan de waarde van de beleggingen fluctueren als gevolg van bijvoorbeeld politieke en monetaire ontwikkelingen. Marktrisico's kunnen verschillen per beleggingscategorie, maar nemen toe door beperking van de spreiding van de beleggingen tot een bepaalde regio, sector en/of door de keuze van individuele beleggingen. Het is mogelijk dat de hele markt of een bepaalde regio of sector daalt.

KCM Portfolio Risk Management brengt op dagbasis in kaart wat de omvang is van het marktrisico van dit Fonds. Dit kan worden uitgedrukt in een exposure (zie de paragraaf 'Hefboomrisico') of een Value-at-Risk (VaR), en kan worden aangevuld met de uitkomsten van verscheidene stress-scenario's. De waarden van deze risicomaatstaven worden vergeleken met de signaleringsniveaus die voor AIFMD-fondsen gelden (300% op commitment exposure – zie de paragraaf 'Hefboomrisico' hieronder voor de standen), en versus eventuele additionele grenzen die in het prospectus zijn aangegeven. Mochten de uitkomsten deze grenzen te dicht naderen, dan zal de portefeuille in overleg met de portfolio managers worden bijgestuurd.

Gedurende 2019 zijn de exposures en VaR's van het Fonds ruim binnen de geldende signaleringsniveaus gebleven. Ultimo 2019 was de VaR 41,6%. Dit wil zeggen dat verwacht wordt dat er slechts 1% kans is dat het verlies door mogelijk zeer negatieve marktbevingen in de periode van 1 jaar meer zal zijn dan 41,6% van de waarde van het Fonds. Dit is een waarde die in lijn is met andere aandelenfondsen.

Onderstaande tabel geeft de belangen en geografische verdeling weer van het Fonds.

LAND/ONDERNEMING <sup>1</sup>	VALUTA	AANTAL AANDELEN PER 31-12-2019	MARKTWAARDE PER 31-12-2019 x € 1.000	GEWICHT IN DE PORTEFEUILLE PER 31-12-2019 %	KAPITAALBELANG IN ONDERNEMING PER 31-12-2019 %
<b>Deelnemingen</b>					
<b>Nederland</b>					
BE SEMICONDUCTOR	EUR	4.050.000	139.563	19,0	5,1
FORFARMERS	EUR	6.082.500	34.914	4,8	5,7
AMSTERDAM COMMODITIES	EUR	1.300.000	26.975	3,7	5,3
NEDAP	EUR	517.000	25.074	3,4	7,7
KENDRION	EUR	1.078.000	22.584	3,1	8,0
			249.110	34,0	
<b>Verenigd Koninkrijk</b>					
COATS GROUP	GBP	78.055.120	68.719	9,4	5,5
AVON RUBBER	GBP	1.651.392	40.732	5,6	5,3
XP POWER LTD	GBP	975.000	35.670	4,9	5,1
			145.121	19,9	
<b>Frankrijk</b>					
OENEO	EUR	3.550.000	48.919	6,7	5,7
LECTRA	EUR	1.850.000	41.348	5,7	6,0
			90.267	12,4	
<b>Duitsland</b>					
WASHTEC	EUR	815.000	43.766	6,0	5,8
SAF-HOLLAND	EUR	2.875.000	21.275	2,9	6,3
SUESS MICROTEC	EUR	1.450.000	17.400	2,4	7,6
			82.441	11,3	

<sup>1</sup> Het land van de beursnotering is bepalend voor de geografische indeling van de beleggingen.

LAND/ONDERNEMING <sup>1</sup>	VALUTA	AANTAL AANDELEN PER 31-12-2019	MARKTWAARDE PER 31-12-2019 x € 1.000	GEWICHT IN DE PORTEFEUILLE PER 31-12-2019 %	KAPITAALBELANG IN ONDERNEMING PER 31-12-2019 %
<b>Italië</b>					
EL.EN.	EUR	1.150.000	37.996	5,2	6,0
LA DORIA	EUR	1.832.377	17.096	2,3	5,9
			55.092	7,5	
<b>Zwitserland</b>					
INTERROLL	CHF	19.336	38.690	5,3	2,3
<b>Niet deelnemingen</b>					
<b>Nederland</b>					
SLIGRO FOOD GROUP	EUR	217.905	5.230	0,7	0,5
<b>Belangen in opbouw<sup>2</sup></b>			35.137	4,8	
			701.088	95,9	
<b>Beleggingsfondsen</b>					
INSIGHT-EUR CASH FUND-3	EUR	30.615.369	29.994	4,1	
			731.082	100,0	

<sup>1</sup> Het land van de beursnotering is bepalend voor de geografische indeling van de beleggingen.

<sup>2</sup> Vanwege koersgevoeligheid niet nader gespecificeerd.



## VERDELING PORTEFEUILLE NAAR SECTOR

	31-12-2019 % van de portefeuille	31-12-2018 % van de portefeuille
Industriële goederen & diensten	45,3	44,2
Technologie	23,9	18,2
Voeding & drank	18,6	21,9
Financiële waarden	4,0	5,4
Auto's & onderdelen	2,8	5,3
Media	1,3	0,0
Detailhandel	0,7	2,3
Persoonlijke en huishoudelijke goederen	0,0	1,2
Overig	3,4	1,5
Totaal	100,0	100,0

### Concentratierisico

Het Fonds kan zijn beleggingen beperken tot financiële instrumenten van uitgevende instellingen die actief zijn in dezelfde sector, regio of op dezelfde markt. In lijn met het beleggingsbeleid van het Fonds, is de portefeuille van het Fonds relatief geconcentreerd. Hierdoor kunnen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze ondernemingen de waarde van de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan bij een portefeuille die niet op vergelijkbare wijze geconcentreerd is.

De volgende specifieke restricties zijn ingesteld om het concentratierisico te beperken (zie het prospectus van het Fonds):

- x De deelneming in een bepaald bedrijf zal niet meer dan 25% bedragen van het uitstaande aandelenkapitaal van dit bedrijf op het moment van aankoop van dit belang;
- x De deelneming in een enkel bedrijf zal niet meer dan 15% van het totale Fonds uitmaken op het moment van aankoop van dit belang;
- x De totale cashpositie zal in principe niet meer dan 20% van het totale Fonds uitmaken.

Gedurende 2019 is aan alle bovengenoemde restricties voldaan.

### Liquiditeitsrisico

De beheerder mag, namens het Fonds, beleggen in financiële instrumenten die een mindere liquiditeit hebben, wat inhoudt dat deze wellicht minder snel verkocht kunnen worden dan meer liquide beleggingen. Het Fonds heeft als gevolg van het beleggingsbeleid een relatief geconcentreerde portefeuille, wat het liquiditeitsrisico kan vergroten. Potentiële beleggers moeten er zich derhalve van bewust zijn dat dit van invloed kan zijn op de termijn waarop betalingen worden uitgekeerd van verzoeken tot inkoop van aandelen door het Fonds. Dit brengt ook met zich mee dat de prijzen van financiële instrumenten kunnen dalen wanneer men deze wil verkopen.

Het Fonds belegt in kleinere ondernemingen, wat het liquiditeitsrisico kan vergroten. Financiële instrumenten van kleinere ondernemingen kunnen, vooral bij teruglopende markten, minder liquide worden en prijsschommelingen op korte termijn en grote spreads van de koersen

doormaken. Dit kan betekenen dat beleggen in kleinere ondernemingen meer risico met zich meebrengt dan beleggen in grotere ondernemingen. Financiële instrumenten van small-caps kunnen ook minder liquide zijn dan financiële instrumenten van grote ondernemingen.

Gedurende de verslagperiode waren er geen activa waarvoor bijzondere regelingen golden, vanwege de illiquide aard ervan. Tevens waren er geen nieuwe regelingen voor het beheer van de liquiditeit van het Fonds.

Conform de in de AIFMD-regelgeving gespecificeerde richtlijn, monitort KCM Portfolio Risk Management periodiek de liquiditeit van elke holding in dit Fonds. Op basis hiervan kan worden vastgesteld hoe snel de portefeuille als geheel kan worden geliquideerd. Op basis van deze uitkomsten wordt vastgesteld of de ‘bottom-up’ vastgestelde liquiditeit van het Fonds voldoende ruimte biedt om te voldoen aan de in het prospectus aangegeven liquiditeit ten aanzien van in- en uitstappen. Concreet wordt er vastgesteld dat per handelsdag ten minste 10% van het Fonds kan worden geliquideerd zonder dat dit tot negatieve marktimpact leidt.

Er is gedurende de verslagperiode vastgesteld dat aan deze liquiditeitseisen is voldaan.

#### Valutarisico

Omdat de financiële instrumenten die door het Fonds worden gehouden in een andere valuta dan de basisvaluta kunnen luiden, kan het Fonds positief of negatief beïnvloed worden door regelgeving op het gebied van deviezencontrole of schommelingen in de wisselkoersen van de basis- en andere valuta. Veranderingen in de wisselkoersen kunnen de waarde van aandelen van het Fonds beïnvloeden en daarnaast ook de waarde van door het Fonds ontvangen dividenden en rente beïnvloeden. Indien de valuta waarin een financieel instrument luidt stijgt ten opzichte van de basisvaluta, dan kan de prijs van het financieel instrument ook stijgen. Omgekeerd kan een daling van de wisselkoers van de valuta de prijs van het financieel instrument negatief beïnvloeden. Voor zover het Fonds strategieën of instrumenten inzet om zich tegen het wisselkoersrisico te beschermen of dit af te dekken, is er geen garantie dat een (volledige) dergelijke afdekking of bescherming daadwerkelijk zal worden bereikt. Tenzij anderszins is vastgelegd in het beleggingsbeleid van het Fonds, is het niet vereist dat het Fonds dient te zorgen voor bescherming tegen of afdekking van het wisselkoersrisico voor een transactie.

De impact van het valutarisico wordt meegenomen in de Value-at-Risk berekeningen die onder de sectie “Marktrisico” zijn toegelicht.

VERDELING VERMOGEN NAAR VALUTA	31-12-2019 x € 1.000	% van de NAV	31-12-2018 x € 1.000	% van de NAV
Euro	538.726	71,1	423.144	74,3
Britse pond	167.820	22,1	93.391	16,4
Zwitserse frank	39.033	5,1	38.332	6,7
Noorse kroon	12.817	1,7	14.343	2,5
Zweedse kroon	-	-	315	0,1
Totaal	758.396	100,0	569.525	100,0

### Kredietrisico

Het Fonds belegt primair in aandelen en is hierdoor niet blootgesteld aan een significant kredietrisico. Het bedrag dat het beste maximale kredietrisico weergeeft bedraagt € 29.012.000 (ultimo vorige verslagperiode: € 7.177.000).

### Hefboomrisico

Het Fonds kan gebruikmaken van leverage door maximaal 30% van de activa te financieren met vreemd vermogen, of door gebruik van derivaten.

Hefboomwerking, door het gebruik van derivaten, zoals margin, of geleend geld door het Fonds, kan het potentiële rendement van het Fonds verhogen. Leverage brengt grote risico's met zich mee. Indien het Fonds gebruikmaakt van leverage om te beleggen en de belegging behaalt niet het gewenste resultaat, dan zal het verlies groter zijn dan in het geval de belegging niet geleveraged wordt – hefboomwerking vergroot niet alleen de winsten maar ook de verliezen. Voorts brengt dergelijk vreemd vermogen (rente)kosten met zich mee, die de hoogte van het rendement kunnen beïnvloeden.

Gedurende de verslagperiode zijn er geen wijzigingen geweest in de maximale hefboomfinanciering. Er was geen sprake van leningen of debetstand per 31 december 2019 en het Fonds was ultimo 2019 niet belegd in derivaten. Er was derhalve geen sprake van hefboomwerking.

De bruto exposure (volgens de "gross methode") van het Fonds, uitgedrukt als percentage van de intrinsieke waarde van het Fonds, bedroeg per 31 december 2019 93%. De netto exposure (volgens de "commitment methode") kwam op 100%.

## Grondslagen voor opstellen jaarrekening

### Algemeen

De jaarrekening van het Fonds over de verslagperiode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 is opgesteld in overeenstemming met de wettelijke bepalingen van Titel 9 Boek 2 van het Nederlands Burgerlijk Wetboek, de stellige uitspraken van de Richtlijnen voor de jaarverslaggeving, die uitgegeven zijn door de Raad voor de Jaarverslaggeving. Op onderdelen in deze jaarrekening zijn bewoordingen gehanteerd die afwijken van de modellen voor beleggingsinstellingen, zoals voorgeschreven in het Besluit modellen jaarrekening, daar waar deze beter de inhoud van de post weergeven.

De jaarrekening is opgesteld uitgaande van de continuïteitsveronderstelling.

### Stelselwijziging

Ter verbetering van het inzicht is gekozen om de presentatiewijze van het kasstroomoverzicht te wijzigen van de indirecte methode naar de directe methode. Overeenkomstig zijn de vergelijkende cijfers aangepast en als gevolg hiervan wijken deze derhalve af van de gecontroleerde jaarrekening 2018. De wijziging van presentatiewijze heeft geen invloed op posten van het vermogen of resultaat.

### Schattingen

Bij toepassing van de grondslagen en regels voor het opstellen van de jaarrekening vormt de directie van de beheerder van het Fonds zich verschillende oordelen en schattingen die essentieel kunnen zijn voor de in de jaarrekening opgenomen bedragen. Indien het voor het geven van het in artikel 2:362 lid 1 Burgerlijk Wetboek vereiste inzicht noodzakelijk is, is de

aard van deze oordelen en schattingen inclusief de bijbehorende veronderstellingen opgenomen bij de toelichting op de desbetreffende jaarrekeningposten.

#### Vreemde valuta

De posten in de jaarrekening worden gewaardeerd met inachtneming van de valuta van de economische omgeving waarin de bedrijfsactiviteiten worden uitgeoefend (de functionele valuta). De jaarrekening is opgesteld in euro's; dit is zowel de functionele als de presentatievaluta van het Fonds. Transacties in vreemde valuta gedurende de verslagperiode zijn in de jaarrekening verwerkt tegen de koers op transactiedatum. Activa en passiva in vreemde valuta worden omgerekend in de functionele valuta tegen de koers per balansdatum. De uit de afwikkeling en omrekening voortvloeiende koersverschillen komen ten gunste of ten laste van de winst- en verliesrekening.

Onderstaande tabel geeft de belangrijkste wisselkoersen ten opzichte van de euro weer.

VALUTA	Afkorting	31-12-2019 €	31-12-2018 €
Britse pond	GBP	0,84735	0,89755
Noorse kroon	NOK	9,86375	9,89875
Zwitserse frank	CHF	1,08700	1,12690

#### Vergelijking met voorgaande verslagperiode

De gehanteerde grondslagen van waardering en van resultaatbepaling zijn ongewijzigd gebleven ten opzichte van de voorgaande verslagperiode.

### Grondslagen voor de waardering van activa en passiva

#### Beleggingen

De onder beleggingen opgenomen effecten worden individueel gewaardeerd tegen marktwaarde, die op balansdatum gelijk is gesteld aan de beurskoers. Onder bijzondere omstandigheden geldt dat de directie van de beheerder de bevoegdheid heeft om een andere invulling aan de marktwaarde te geven dan de (laatste) beurskoers. Hier is in deze verslagperiode geen gebruik van gemaakt.

Eventuele transactiekosten (provisie) bij aankopen van beleggingen zijn in de eerste periode van waardering in de winst- en verliesrekening verwerkt. Beleggingen luidende in vreemde valuta worden omgerekend in euro's tegen de WM Reuters spot rates met als bron EXTEL om 4.00 PM London GMT slot.

#### Overige activa en passiva

Overige activa en passiva worden bij de eerste waardering gewaardeerd tegen de reële waarde, inclusief transactiekosten en na eerste verwerking tegen (geamortiseerde) kostprijs. Indien geen sprake is van transactiekosten is de (geamortiseerde) kostprijs gelijk aan de nominale waarde van de vordering c.q. schuld.

### Liquide middelen

Liquide middelen bestaan uit kas, banktegoeden en deposito's met een looptijd korter dan twaalf maanden. Rekening-courantschulden bij banken zijn opgenomen onder schulden aan kredietinstellingen onder kortlopende schulden. Liquide middelen worden gewaardeerd tegen nominale waarde.

### Vorderingen en schulden

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

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

### Latente vennootschapsbelastingpositie

Onder de latente belastingverplichting wordt mede de latent verschuldigde belasting opgenomen ten gevolge van het tijdelijke verschil tussen de commerciële en de fiscale waardering van de beleggingen.

De waardering van de beleggingen in de jaarrekening is op basis van de marktwaarde. Voor de fiscale waardering wordt kort uitgegaan van kostprijs of lagere marktwaarde. Ten gevolge van dit verschil in waardering ontstaat er een (deels) latente belastingpositie voor zover de betreffende belangen niet kwalificeren voor de deelnemingsvrijstelling.

Een latente belastingverplichting wordt opgenomen voor zover er op de balansdatum sprake is van per saldo latent te betalen vennootschapsbelasting, waarbij rekening wordt gehouden met de mogelijk fiscaal aanwezige verrekenbare verliezen. De termijn voor verliesverrekening is overigens aan een maximum verbonden: de voorwaartse verliesverrekening is beperkt tot negen jaar. Dit betekent dat als een in een bepaalde verslagperiode geleden verlies niet binnen negen jaar met fiscale winsten is verrekend, dit compensabele verlies komt te vervallen.

Indien het saldo van de mogelijk verrekenbare fiscale verliezen hoger is dan de fiscaal latent aanwezige winsten, wordt voor het 'overschot' aan fiscaal verlies géén actieve belastinglatentie opgenomen. Vanwege toekomstige aandeelhouderswisselingen is het namelijk onvoldoende zeker of aan een dergelijk 'surplus' aan fiscale verliezen enige waarde toekomt, omdat dergelijke aandeelhouderswisselingen een surplus aan fiscale verliezen teniet kan doen laten gaan. Bij de berekening van de (latente) belastingpositie wordt gebruikgemaakt van de belastingtarieven geldend op balansdatum.

## Grondslagen voor de resultaatbepaling

### Algemeen

De baten en lasten worden toegerekend aan de verslagperiode waarop zij betrekking hebben. Resultaten in vreemde valuta worden omgerekend in euro's tegen de per transactiedatum geldende valutakoersen.

## Dividenden

De contante dividenden worden verantwoord op ex-datum.

## Waardeveranderingen

Gerealiseerde en ongerealiseerde koers- en valutaresultaten op beleggingen worden rechtstreeks verantwoord in de winst- en verliesrekening. Als gerealiseerde waardeverandering wordt het verschil gepresenteerd tussen de gerealiseerde verkoopopbrengst en de waarde aan het begin van de verslagperiode of de aankoopprijs gedurende de verslagperiode. De in een verslagperiode gepresenteerde ongerealiseerde waardeveranderingen betreffen het verschil tussen de waarde aan het eind van de verslagperiode en de waarde aan het begin van de verslagperiode of de aankoopprijs gedurende de verslagperiode.

## Belastingen

Het Fonds is onderhevig aan het gangbare vennootschapsbelastingtarief. Als zodanig zal het Fonds voor zijn winst aan de belasting zijn onderworpen, met dien verstande dat voor deelnemingen van 5% of meer in het kapitaal van in Nederland en Europa gevestigde vennootschappen (anders dan fiscale beleggingsinstellingen) in het algemeen een beroep op de deelnemingsvrijstelling kan worden gedaan. Het Fonds doet een dergelijk beroep op de deelnemingsvrijstelling voor deelnemingen van 5% of meer. De koersresultaten die in de opbouw en afbouw (voor zover niet vallend onder de aflopende deelnemingsvrijstelling) van een 5%-belang zijn behaald, zijn belast tegen het op dat moment geldende tarief voor vennootschapsbelasting. De verschuldigde vennootschapsbelasting wordt, rekening houdend met toepassing van fiscale faciliteiten zoals deelnemingsvrijstelling, berekend over het fiscale resultaat, waarbij, indien mogelijk, fiscaal compensabele verliezen worden verrekend.

## Grondslagen voor het opstellen van het kasstroomoverzicht

### Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode. Kasstromen in vreemde valuta worden omgerekend in euro's tegen de WM Reuters spot rates met als bron EXTEL om 4.00 PM London GMT slot.

## Toelichting op de balans

### I Beleggingen

Dit betreft beleggingen in beursgenoteerde ondernemingen. Het verloop van de beleggingen is als volgt:

AANDELEN	01-01-2019	01-01-2018
	t/m	t/m
	31-12-2019	31-12-2018
	x € 1.000	x € 1.000
Stand begin van de verslagperiode	532.936	646.668
Aankopen	72.990	129.246
Verkopen	(56.331)	(74.574)
Waardeverandering	151.493	(168.404)
Stand eind van de verslagperiode	701.088	532.936

BELEGGINGSFONDSEN	01-01-2019	01-01-2018
	t/m	t/m
	31-12-2019	31-12-2018
	x € 1.000	x € 1.000
Stand begin van de verslagperiode	30.338	7.491
Aankopen	30.000	63.681
Verkopen	(30.179)	(40.627)
Waardeverandering	(165)	(207)
Stand eind van de verslagperiode	29.994	30.338

### Derivaten

Het Fonds kan overgaan tot het kopen, houden, dan wel verkopen van derivaten (zoals opties, futures en warrants). Hier is in de verslagperiode geen gebruik van gemaakt.

## II Latente belastingvordering

LATENTE BELASTINGVORDERING	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
Stand begin van de verslagperiode	1.519	(4.811)
Correctie vennootschapsbelasting	(243)	(52)
Latente winst over ongerealiseerde koersstijgingen	(1.003)	2.767
Verliesverrekening	909	1.218
Acute winst (-) verlies (+)	(450)	2.397
Stand eind van de verslagperiode	732	1.519

## III Overige vorderingen en overlopende activa

OVERIGE VORDERINGEN EN OVERLOPENDE ACTIVA	31-12-2019 x € 1.000	31-12-2018 x € 1.000
Nog te ontvangen dividend	292	-
Stand eind van de verslagperiode	292	-

## IV Liquide middelen

De liquide middelen betreffen de direct opeisbare tegoeden bij banken.

## V Overige schulden en overlopende passiva

OVERIGE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA	31-12-2019 x € 1.000	31-12-2018 x € 1.000
Nog te betalen kosten in verband met het beheer van de beleggingen	1.698	947
Stand eind van de verslagperiode	1.698	947



## VI Eigen vermogen

EIGEN VERMOGEN	AANTAL UITSTAANDE AANDELEN	INTRINSIEKE WAARDE PER AANDEEL €	EIGEN VERMOGEN x € 1.000
31-12-2019	3.628.229	209,03	758.396
31-12-2018	3.404.125	167,30	569.525
31-12-2017	3.123.694	215,77	674.001

	AANTAL AANDELEN 01-01-2019 t/m 31-12-2019	AANTAL AANDELEN 01-01-2018 t/m 31-12-2018	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
<b>GEPLAATST KAPITAAL</b>				
Stand begin van de verslagperiode	3.404.125	3.123.694	1.361	1.249
(Her)uitgegeven	224.104	287.551	90	115
Ingenomen	-	(7.120)	-	(3)
Stand eind van de verslagperiode	3.628.229	3.404.125	1.451	1.361

### AGIO

Stand begin van de verslagperiode		278.554	219.172
Agio gestort bij (her)uitgifte		39.935	60.794
Agio onttrokken bij inname		-	(1.412)
Stand eind van de verslagperiode		318.489	278.554

### ALGEMENE RESERVE

Stand begin van de verslagperiode		441.461	264.187
Resultaatbestemming		(165.256)	177.274
Stand eind van de verslagperiode		276.205	441.461

### ONVERDEELD RESULTAAT

Stand begin van de verslagperiode		(151.851)	189.393
Dividenduitkering		(13.405)	(12.119)
Onttrekking/dotatie algemene reserve		165.256	(177.274)
Resultaat verslagperiode		162.251	(151.851)
Stand eind van de verslagperiode		162.251	(151.851)

## Maatschappelijk kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt € 2.800.040 verdeeld in 1 prioriteitsaandeel van € 40 en 7.000.000 gewone aandelen van elk € 0,40 nominaal. Per 31 december 2019 zijn 3.628.228 gewone aandelen en 1 prioriteitsaandeel geplaatst bij derden, volledig volgestort in contanten.

## Agio

Het agio omvat het verschil tussen de bij uitgifte/inkoop van aandelen gestorte respectievelijk betaalde bedragen en de nominale waarde.

## Resultaatbestemming

De beheerder heeft bij het vaststellen van de jaarrekening het voornemen een contant dividend van € 3,80 per aandeel uit te keren. Dit besluit is nog niet in de jaarrekening verwerkt.

## Toelichting op de winst- en verliesrekening

### VII Kosten

KOSTEN KLASSE N	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
<i>Kosten ten gunste van bestuur en gelieerde partijen</i>		
Beheervergoeding	4.957	5.042
Service fee	1.322	1.345
	<u>6.279</u>	<u>6.387</u>
<i>Overige kosten</i>		
Interest op liquide middelen	164	142
	<u>6.443</u>	<u>6.529</u>

#### Kosten ten gunste van bestuur en gelieerde partijen

Onder gelieerde partijen wordt verstaan de Raad van Toezicht en de entiteiten binnen de Van Lanschot Kempen Groep, waaronder begrepen Van Lanschot Kempen Wealth Management NV en Kempen Capital Management NV (KCM). KCM behoort als dochteronderneming van Van Lanschot Kempen Wealth Management NV tot de Van Lanschot Kempen Groep. Het Fonds en de beheerder kunnen gebruikmaken van diensten van gelieerde partijen. De beheerder is van mening dat de met gelieerde partijen overeengekomen voorwaarden marktconform zijn. Indien transacties in financiële instrumenten met gelieerde partijen buiten een gereguleerde markt of een andere markt in financiële instrumenten plaatsvinden, zal hieraan een onafhankelijke waardebeoordeling of een waardebeoordeling door een of meer bij de transactie betrokken partijen ten grondslag liggen.

---

**VERGOEDING****GRONDSLAG**

---

Beheervergoeding De beheervergoeding bedraagt 0,75% per jaar (2018: 0,75%) en is conform het prospectus. De beheervergoeding wordt dagelijks berekend en is maandelijks betaalbaar.

---

Service fee De service fee bedraagt 0,20% in 2019 (2018: 0,20%). De service fee dient ter dekking van de reguliere kosten van het Fonds en is conform prospectus. Onder de service fee vallen onder andere:

- administratiekosten;
- kosten bewaring van de financiële instrumenten;
- kosten voor de bewaarder;
- kosten ten behoeve van de agency diensten;
- accountantskosten;
- fiscale kosten;
- juridische kosten;
- kosten voor proxy voting;
- kosten voor het toezicht;
- kosten voor de Raad van Toezicht;
- kosten ten behoeve van de Algemene Vergadering; en
- overige kosten van derden.

De service fee wordt dagelijks berekend en is maandelijks betaalbaar.

---

## VIII Belastingen

Als gevolg van de deelnemingsvrijstelling is het effectieve belastingtarief 1,4% (2018: 2,5%) lager dan het nominale belastingtarief van 19% tot een winst van € 200.000 en een nominaal belastingtarief van 25% voor een winst boven € 200.000.

## IX Overige informatie met betrekking tot de kosten

### Honoraria onafhankelijke accountant

De accountantskosten van het Fonds zijn inbegrepen in de service fee.

---

**HONORARIA ONAFHANKELIJKE ACCOUNTANT**

01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
--	--

*Soort dienstverlening*

---

Controle jaarverslaggeving onafhankelijke accountant	18	17
Overige controles onafhankelijke accountant	2	2
Totaal	20	19

---

De hierboven toegelichte kosten betreffen de kosten toerekenbaar aan de verslagperiode.

Door onze onafhankelijke accountant, PricewaterhouseCoopers Accountants N.V., zijn in de periode waarop de wettelijke controle betrekking heeft, naast de controle van de jaarrekening, tevens andere controlediensten geleverd als zijnde de prospectuscontrole.

#### Op- en afslagen

Aandelen van het Fonds worden uitgegeven en ingekocht tegen de geldende intrinsieke waarde per aandeel plus een opslag van maximaal 1,50% of een afslag van maximaal 1,50%. Op [www.kempen.com/nl/asset-management](http://www.kempen.com/nl/asset-management) staan de actuele op- en afslagpercentages vermeld. Deze op- of afslagen worden in de winst- en verliesrekening verwerkt. Deze opbrengsten dienen ter dekking van de gemaakte transactiekosten en de eventuele marktimpact.

ONGOING CHARGES FIGURE (OCF)	01-01-2019 t/m 31-12-2019	01-01-2018 t/m 31-12-2018	01-01-2017 t/m 31-12-2017
OCF	0,95%	0,95%	0,96%

VERGELIJKING KOSTEN MET PROSPECTUS	Bedrag x € 1.000	%	Prospectus
Totale kosten	6.284	0,95%	0,95%

De OCF over de verslagperiode wordt berekend als:  $TK / GEV$ , waarbij TK = Totale Kosten en GEV = Gemiddeld Eigen vermogen. Onder Totale Kosten worden alle in de winst- en verliesrekening verantwoorde kosten begrepen met uitzondering van interestkosten. De OCF wordt berekend conform de richtlijnen van de European Securities and Markets Authority (ESMA).

De OCF zoals opgenomen in de tabel is geannualiseerd.

#### Retourprovisies

Eventueel ontvangen retourprovisie komt volledig ten gunste van het Fonds. In de verslagperiode is geen retourprovisie ontvangen.

#### Omloopsnelheid

De omloopsnelheid voor de verslagperiode is 0,23 (23%, vorige verslagperiode: 37%). De omloopsnelheid wordt bepaald door het bedrag van de turnover uit te drukken in een percentage van het gemiddelde eigen vermogen. De turnover wordt bepaald door de som van de aan- en verkopen van de beleggingen te verminderen met de som van de uitgiften en inkomsten van aandelen. Het gemiddeld eigen vermogen is berekend op basis van het aantal afgegeven intrinsieke waarden.

#### Brokerdiensten

KCM kan als beheerder van het Fonds onderzoeksrapporten ontvangen, o.a. van brokers die transacties uitvoeren voor het Fonds. Eventuele kosten of vergoedingen hiervoor komen niet ten laste van het Fonds.

### Volume effectentransacties gelieerde partijen

Het volume aan effectentransacties die zijn verricht bij gelieerde partijen in de verslagperiode bedraagt € 7.033.330 (3,72%, vorige verslagperiode 1,4%).

### Geïdentificeerde transactiekosten

In de onderstaande tabel zijn de geïdentificeerde transactiekosten over de verslagperiode weergegeven:

	01-01-2019 t/m 31-12-2019 x € 1.000	01-01-2018 t/m 31-12-2018 x € 1.000
Aandelen	141	183

### Personeel

Het Fonds heeft geen personeel in dienst.

## Overige toelichtingen

### Uitbesteding van taken

De beheerder heeft ten aanzien van het beheer van de fondsen bepaalde taken gedelegeerd aan de volgende partijen:

- x BNP Paribas Securities Services S.C.A.: diensten ten behoeve van de uitvoering van de functie van Fondsadministrateur;
- x Van Lanschot Kempen Wealth Management NV: diensten ten behoeve van de uitvoering van de functie Fund agent en Paying agent;
- x Institutional Shareholder Services Europe S.A.: diensten ten behoeve van het uitvoeren van de functie Proxy advisor.

### Aansprakelijkheid van de bewaarder

De activa van het Fonds worden bewaard door BNP Paribas Securities Services S.C.A., als de bewaarder van het Fonds (de "Bewaarder"). De bewaarder treedt bij de bewaring op in het belang van het Fonds alsmede de beleggers in het Fonds. Hieronder volgt een algemene beschrijving van de wijze waarop de aansprakelijkheid is geregeld.

De beheerder en bewaarder van het Fonds hebben een schriftelijke overeenkomst inzake de bewaring gesloten naar Nederlands recht. Deze bewaarovereenkomst bevat de volgende elementen:

- x De bewaarder is, in beginsel, jegens het Fonds of de beleggers in het Fonds aansprakelijk voor schade door een tekortkoming in de nakoming van haar verplichtingen onder de bewaarovereenkomst. De bewaarder is niet aansprakelijk voor indirecte schade of overmacht;
- x In geval van verlies van een financieel instrument restitueert de bewaarder onverwijld een vergelijkbaar financieel instrument of een overeenstemmend bedrag aan het Fonds. De bewaarder is niet aansprakelijk indien hij aantoont dat het verlies van het financieel instrument het gevolg is van overmacht;
- x Indien de bewaarder aan een derde bepaalde activiteiten heeft uitbesteed, niet zijnde bewaring van financiële instrumenten, is de bewaarder niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een doen of nalaten van deze derde, mits de bewaarder de nodige zorgvuldigheid heeft betracht bij het selecteren en monitoren van deze derde;
- x Een Central Securities Depository ("CSD"), wordt geacht niet een subcustodian te zijn, dan wel een andere derde partij waaraan bewaring van financiële instrumenten is uitbesteed. De bewaarder is niet aansprakelijk voor verlies van een financieel instrument door een doen of nalaten van de CSD.

### Gebeurtenissen na balansdatum

In verband met het coronavirus heeft de Van Lanschot Kempen Groep additionele maatregelen getroffen om haar dienstverlening en de belangen van haar klanten veilig te stellen. De adviezen van het RIVM worden op de voet gevolgd en verschillende (facilitaire) maatregelen zijn getroffen waaronder het splitsen van kritische teams over drie hoofdkantoorlocaties waartussen niet meer gereisd wordt. In principe wordt vanuit huis gewerkt.

Het Fonds heeft een geconcentreerde portefeuille van kleine beursgenoteerde Europese ondernemingen. Voor veel van die belangen wordt gebruikgemaakt van de deelnemingsvrijstelling en is het kapitaalbelang in die ondernemingen meer dan 5%. Deze beleggingen zijn onderhevig aan normale marktschommelingen en risico's die inherent zijn aan

het beleggen in financiële instrumenten. Als gevolg van de relatief geconcentreerde portefeuille kunnen gebeurtenissen die van invloed zijn op deze beleggingen de portefeuille van het Fonds meer beïnvloeden dan bij een portefeuille die niet op vergelijkbare wijze geconcentreerd is. De uitbraak van het coronavirus heeft tot grote koersdalingen en volatiliteit op de financiële markten geleid. Dit heeft ook een negatieve invloed gehad op de waarde van het Fonds. Tot op heden heeft het Fonds als gevolg van het ontstaan van de coronacrisis geen uitstroom gehad. Daarnaast heeft het Fonds per ultimo maart 2020 een relatief ruime liquiditeitspositie van circa 12%.

Hoe groot de impact van het coronavirus wordt en hoe lang het zal aanhouden is onbekend. Hoewel de uitbraak van het coronavirus kan resulteren in verdere koersdalingen en uitstroom, verwachten we dat gevolgen beperkt zullen blijven tot een geringere fondsomvang. We voorzien geen materiële onzekerheid voor de continuïteit van het Fonds. De jaarrekening is derhalve opgesteld uitgaande van de continuïteitsveronderstelling.

Het is niet gebleken dat de kritische systemen binnen de Van Lanschot Kempen Groep alsook de kritische systemen van de fondsadministrateur, depotbank en bewaarder, BNP Paribas Securities Services S.C.A., niet naar behoren hebben gefunctioneerd.

Amsterdam, 7 april 2020

Directie van de beheerder  
Kempen Capital Management NV

# Overige gegevens

## Prioriteit

Er is één prioriteitsaandeel geplaatst bij Stichting 'De Zonnewijzer' (de Stichting). Aan het prioriteitsaandeel zijn bijzondere rechten verbonden, waaronder het opmaken van een bindende voordracht inzake benoemingen van directeuren. Tevens kan de Algemene Vergadering een besluit betreffende een statutenwijziging of ontbinding slechts nemen op voorstel van de directie van de beheerder wanneer dat is goedgekeurd door de Stichting. Lid van het bestuur van de Stichting zijn L.C. van der Sar en C.T.L. Korthout.

## Belangen van de directieleden van de beheerder

De leden van de directie van de beheerder hadden aan het begin en aan het einde van de verslagperiode geen belangen als bedoeld in artikel 122 lid 2 van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft.

## Resultaatbestemming

Conform de statuten van het Fonds wordt de winst als volgt verdeeld:

- Uitkering van winst geschiedt slechts na vaststelling van de jaarrekening, waaruit blijkt dat zij geoorloofd is;
- Ten laste van de winst worden zodanige reserves gevormd als de directie van de beheerder onder goedkeuring van de prioriteit zal vaststellen;
- Uit de voor uitkering vatbare winst wordt allereerst op het prioriteitsaandeel een dividend ter grootte van vijf procent van het nominale bedrag van dat aandeel uitgekeerd;
- Het daarna resterende deel is ter vrije beschikking van de Algemene Vergadering voor uitkering aan de houders van de gewone aandelen naar verhouding van hun bezit.

Onder voorbehoud van goedkeuring door de Algemene Vergadering zal een contant dividend van € 3,80 per gewoon aandeel worden uitgekeerd. Het resultaat over de verslagperiode na dividenduitkering komt ten gunste van de algemene reserve. De resultaatbestemming is niet in de balans verwerkt.



# Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: de algemene vergadering en de raad van toezicht van Kempen Oranje Participaties N.V.

## Verklaring over de jaarrekening 2019

---

### Ons oordeel

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening van Kempen Oranje Participaties N.V. een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Kempen Oranje Participaties N.V. op 31 december 2019 en van het resultaat voor het jaar geëindigd op 31 december 2019 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

### Wat we hebben gecontroleerd

Wij hebben de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening 2019 van Kempen Oranje Participaties N.V. te Amsterdam ('het fonds') gecontroleerd. De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2019;
- de winst-en-verliesrekening voor het jaar geëindigd op 31 december 2019; en
- de toelichting met de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en overige toelichtingen.

Het stelsel voor financiële verslaggeving dat is gebruikt voor het opmaken van de jaarrekening is Titel 9 Boek 2 BW.

---

### De basis voor ons oordeel

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

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

Z3ASYH3RZ3KW-2028718082-104

---

*PricewaterhouseCoopers Accountants N.V., Thomas R. Malthusstraat 5, 1066 JR Amsterdam, Postbus 90357, 1006 BJ Amsterdam*

*T: 088 792 00 20, F: 088 792 96 40, [www.pwc.nl](http://www.pwc.nl)*

'PwC' is het merk waaronder PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. (KvK 34180285), PricewaterhouseCoopers Belastingadviseurs N.V. (KvK 34180284), PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. (KvK 34180287), PricewaterhouseCoopers Compliance Services B.V. (KvK 51414406), PricewaterhouseCoopers Pensions, Actuarial & Insurance Services B.V. (KvK 54226368), PricewaterhouseCoopers B.V. (KvK 34180289) en andere vennootschappen handelen en diensten verlenen. Op deze diensten zijn algemene voorwaarden van toepassing, waarin onder meer aansprakelijkheidsvoorwaarden zijn opgenomen. Op leveringen aan deze vennootschappen zijn algemene inkoopvoorwaarden van toepassing. Op [www.pwc.nl](http://www.pwc.nl) treft u meer informatie over deze vennootschappen, waaronder deze algemene (inkoop)voorwaarden die ook zijn gedeponeerd bij de Kamer van Koophandel te Amsterdam.

Z3ASYH3RZ3KW-2028718082-104

---

*PricewaterhouseCoopers Accountants N.V., Thomas R. Malthusstraat 5, 1066 JR Amsterdam, Postbus 90357, 1006 BJ Amsterdam*

*T: 088 792 00 20, F: 088 792 96 40, [www.pwc.nl](http://www.pwc.nl)*

'PwC' is het merk waaronder PricewaterhouseCoopers Accountants N.V. (KvK 34180285), PricewaterhouseCoopers Belastingadviseurs N.V. (KvK 34180284), PricewaterhouseCoopers Advisory N.V. (KvK 34180287), PricewaterhouseCoopers Compliance Services B.V. (KvK 51414406), PricewaterhouseCoopers Pensions, Actuarial & Insurance Services B.V. (KvK 54226368), PricewaterhouseCoopers B.V. (KvK 34180289) en andere vennootschappen handelen en diensten verlenen. Op deze diensten zijn algemene voorwaarden van toepassing, waarin onder meer aansprakelijkheidsvoorwaarden zijn opgenomen. Op leveringen aan deze vennootschappen zijn algemene inkoopvoorwaarden van toepassing. Op [www.pwc.nl](http://www.pwc.nl) treft u meer informatie over deze vennootschappen, waaronder deze algemene (inkoop)voorwaarden die ook zijn gedeponeerd bij de Kamer van Koophandel te Amsterdam.

## *Onafhankelijkheid*

Wij zijn onafhankelijk van het fonds zoals vereist in de Europese verordening betreffende specifieke eisen voor de wettelijke controles van financiële overzichten van organisaties van openbaar belang, de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assuranceopdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

---

## *Onze controle-aanpak*

### *Samenvatting en context*

Kempen Oranje Participaties N.V. is een beleggingsinstelling die een bottom-up beleggingsproces hanteert om een geconcentreerde portefeuille van overwegend kleine beursgenoteerde Europese ondernemingen op te bouwen. Het fonds wordt beheerd door Kempens Capital Management N.V. ('de beheerder'). De beheerder is tevens de directie van het fonds. De bewaarder van het fonds is BNP Paribas Securities Services S.C.A. ('de bewaarder'). De administratie is uitbesteed aan BNP Paribas Securities Services S.C.A. ('de administrateur'). De organisatorische inrichting van het fonds met een afzonderlijke beheerder, bewaarder en administrateur en de gevolgen voor onze controle hebben wij uiteengezet in de paragraaf 'De reikwijdte van onze controle'.

Als onderdeel van het ontwerpen van onze controle-aanpak hebben wij de materialiteit bepaald en het risico van materiële afwijkingen in de jaarrekening geïdentificeerd en ingeschat. Wij besteden bijzondere aandacht aan die gebieden waar de beheerder belangrijke schattingen heeft gemaakt, bijvoorbeeld bij significante schattingen waarbij veronderstellingen over toekomstige gebeurtenissen worden gemaakt die inherent onzeker zijn. Gezien de aard van het fonds en de omvang van de posten hebben wij bij onze controle vooral aandacht besteed aan bestaan en waardering van beursgenoteerde beleggingen en aan de juistheid en volledigheid van de directe en indirecte beleggingsopbrengsten. Wij hebben dit uiteengezet in de paragraaf 'De kernpunten van onze controle'.

Bij al onze controles besteden wij aandacht aan het risico van het doorbreken van de interne beheersingsmaatregelen door de beheerder waaronder het evalueren van risico's op materiële afwijkingen als gevolg van fraude op basis van een analyse van mogelijke belangen van de beheerder.

Wij hebben ervoor gezorgd dat het controleteam over voldoende specialistische kennis en expertise ten aanzien van het waarden van beleggingen en fiscaliteit beschikt die nodig zijn voor de controle van een beleggingsfonds. Wij hebben daarom waarderingsspecialisten op het gebied van beleggingen en specialisten op het gebied van belastingen in het kader van de eisen die gesteld worden aan een fiscale beleggingsinstelling in ons team opgenomen. Verder hebben we om de volledigheid en juistheid van de rapporten die onze controle ondersteunen vanuit de verschillende systemen, IT-specialisten aan ons team toegevoegd.

De hoofdlijnen van onze aanpak waren als volgt:



#### **Materialiteit**

- Materialiteit: €7.583.000 gebaseerd op 1% van het totale eigen vermogen (intrinsieke waarde).

#### **Reikwijdte van de controle**

- Het fonds wordt beheerd door Kempen Capital Management N.V. De bewaarder en tevens administrateur van het fonds is BNP Paribas Securities Services S.C.A. Er is bij BNP Paribas Securities Services S.C.A. sprake van controletechnische functiescheiding tussen de bewarende functie en administratieve functie.
- Wij maken voor onze controle over de periode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 gebruik van de ISAE 3402 type-II rapportage van de beheerder.
- Over de periode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 maken wij gebruik de ISAE 3402 type-II rapportage van BNP Paribas Securities Services S.C.A. als bewaarder en administrateur van het fonds over deze periode.

#### **Kernpunten**

- Bestaan en waardering van beursgenoteerde beleggingen.
- Juistheid en volledigheid van de directe en indirecte beleggingsopbrengsten.

### **Materialiteit**

De reikwijdte van onze controle wordt beïnvloed door het toepassen van materialiteit. Het begrip 'materieel' wordt toegelicht in de paragraaf 'Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening'.

Wij bepalen, op basis van ons professionele oordeel, kwantitatieve grenzen voor materialiteit waaronder de materialiteit voor de jaarrekening als geheel, zoals uiteengezet in onderstaande tabel. Deze grenzen, als ook de kwalitatieve overwegingen daarbij, helpen ons om de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden voor de individuele posten en toelichtingen in de jaarrekening te bepalen en om het effect van onderkende afwijkingen, zowel individueel als gezamenlijk, op de jaarrekening als geheel alsmede op ons oordeel, te evalueren.

<b>Materialiteit</b>	€7.583.000 (2018: € 5.694.731)
<b>Hoe is de materialiteit bepaald</b>	Wij bepalen de materialiteit op basis van ons professionele oordeel. Als basis voor deze oordeelsvorming gebruikten we 1% van het eigen vermogen. De stijging van de materialiteit ten opzichte van 2018 is het gevolg van de toegenomen omvang van het fonds.
<b>De overwegingen voor de gekozen benchmark</b>	We gebruiken het eigen vermogen als de primaire, algemeen geaccepteerde, benchmark, op basis van onze analyse van de gemeenschappelijke informatiebehoeften van gebruikers van de jaarrekening. Op basis daarvan zijn wij van mening dat het eigen vermogen een belangrijk kengetal is voor de financiële prestaties van het fonds.

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

Wij zijn met de raad van toezicht en de beheerder overeengekomen dat wij aan de raad van toezicht en aan de beheerder tijdens onze controle geconstateerde afwijkingen boven €379.000 (2018: € 284.737) rapporteren, alsmede kleinere afwijkingen die naar onze mening om kwalitatieve redenen relevant zijn.

## *De reikwijdte van onze controle*

Gegeven onze eindverantwoordelijkheid voor het oordeel zijn wij verantwoordelijk voor de aansturing van, het toezicht op en de uitvoering van de controle van de jaarrekening. Hierbij houden wij rekening met de betrokkenheid van de beheerder, de bewaarder en de administrateur. In dit kader hebben wij de aard en omvang van de uit te voeren werkzaamheden bepaald om te waarborgen dat we voldoende controlewerkzaamheden verrichten om in staat te zijn een oordeel te geven over de jaarrekening als geheel.

Wij hebben inzicht verkregen in de beheersomgeving van de beheerder. Op basis van deze kennis hebben wij de interne beheersingsmaatregelen geïdentificeerd die in het kader van onze jaarrekeningcontrole van het fonds relevant zijn. Vervolgens hebben wij van de beheerder een door een onafhankelijke externe accountant gecertificeerde ISAE 3402 type-II rapportage verkregen over de opzet, het bestaan en de werking van de interne beheersingsmaatregelen bij de beheerder over de periode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019. Wij hebben de deskundigheid, onafhankelijkheid en objectiviteit van de certificerende accountant beoordeeld. Daarnaast hebben wij de rapportage gelezen en geanalyseerd. Als onderdeel van deze analyse zijn wij nagegaan of de interne beheersingsmaatregelen welke voor onze jaarrekeningcontrole van het fonds relevant zijn, ook zijn opgenomen in de rapportage. Vervolgens zijn wij nagegaan of dat rekening houdend met professionele oordeelsvorming, de certificerende accountant toereikende werkzaamheden heeft uitgevoerd teneinde zekerheid te verkrijgen over de opzet, bestaan en effectieve werking van deze interne beheersingsmaatregelen. Ten slotte hebben wij de resultaten en eventuele gerapporteerde uitzonderingen geanalyseerd en meegewogen voor de impact op onze controle-aanpak.

Wij hebben inzicht verkregen in de beheersomgeving van de administrateur en de bewaarder. Op basis van deze kennis hebben wij de interne beheersingsmaatregelen geïdentificeerd die in het kader van onze jaarrekeningcontrole van het fonds relevant zijn. Vervolgens hebben wij van BNP Paribas Securities Services S.C.A., de administrateur en bewaarder twee door een onafhankelijke externe accountant gecertificeerde ISAE 3402 type-II rapportages verkregen over de opzet, het bestaan en de werking van de interne beheersingsmaatregelen bij de administrateur en bewaarder over de periode 1 januari 2019 tot en met 30 september 2019. We hebben van het management van de administrateur en bewaarder een bevestiging ontvangen dat voor de periode 1 oktober 2019 tot en met 31 december 2019 de opzet en het bestaan van de beheersingsmaatregelen gelijk zijn gebleven aan de door een onafhankelijke externe accountant gecertificeerde ISAE 3402 type-II rapportage over de periode 1 januari 2019 tot en met 30 september 2019. Het management van de administrateur en bewaarder heeft daarbij ook bevestigd geen indicatie te hebben dat gedurende de periode 1 oktober 2019 tot en met 31 december 2019 de beheersingsmaatregelen niet effectief gewerkt hebben. Wij hebben de deskundigheid, onafhankelijkheid en objectiviteit van de certificerende accountant beoordeeld. Daarnaast hebben wij de rapportages gelezen en geanalyseerd. Als onderdeel van deze analyse zijn wij nagegaan of de interne beheersingsmaatregelen welke voor onze jaarrekeningcontrole van het fonds relevant zijn, ook zijn opgenomen in de rapportages. Ten slotte hebben wij de resultaten en eventuele gerapporteerde uitzonderingen geanalyseerd en meegewogen voor de impact op onze controleaanpak.

Op basis van de door een onafhankelijke externe accountant gecertificeerde ISAE 3402 type-II rapportages, aangevuld met een door het management van de administrateur en bewaarder getekende bevestigingsbrief, hebben we vastgesteld dat er voldoende functiescheiding aanwezig is tussen beide functies. Door bovengenoemde werkzaamheden hebben wij voldoende en geschikte controle-informatie verkregen om een oordeel te geven over de jaarrekening.

### *De kernpunten van onze controle*

In de kernpunten van onze controle beschrijven wij zaken die naar ons professionele oordeel het meest belangrijk waren tijdens de controle van de jaarrekening. De kernpunten hebben wij met de beheerder en raad van toezicht gecommuniceerd. De kernpunten vormen geen volledige weergave van alle risico's en punten die wij tijdens onze controle hebben geïdentificeerd en hebben besproken.

Wij hebben in deze paragraaf de kernpunten beschreven met daarbij een samenvatting van de op deze punten door ons uitgevoerde werkzaamheden.

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

De kernpunten zijn gelijk aan de kernpunten in de controleverklaring bij de jaarrekening 2019, omdat de kernpunten verbonden zijn aan de aard van de entiteit als beleggingsfonds.

---

## **Kernpunten**

### **Bestaan en waardering van beursgenoteerde beleggingen**

De beursgenoteerde beleggingen zijn opgenomen in de balans voor €731.082.000 en zijn gebaseerd op de grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zoals toegelicht op pagina 28 tot en met 30 van de jaarrekening. De beleggingen bestaan voor 100% uit beursgenoteerde aandelen.

De beursgenoteerde beleggingen bepalen in belangrijke mate het vermogen. De beleggingen op 31 december 2019 maken 96% uit van het balanstotaal. De beleggingsportefeuille is in bewaring bij de bewaarder.

Voor beleggers is het van belang dat de gepresenteerde beursgenoteerde beleggingen daadwerkelijk in het bezit (economisch eigendom) zijn van het beleggingsfonds en juist zijn gewaardeerd. Vanwege dit belang, maakt de controle van het bestaan en de waardering van de beleggingen een belangrijk deel uit van de totale controlewerkzaamheden van de jaarrekening van het fonds.

De beursgenoteerde beleggingen worden gewaardeerd tegen de marktwaarde. De portefeuille beleggingen bestaat volledig uit liquide beursgenoteerde aandelen waardoor de waardering van deze beleggingen minder gevoelig is voor schattingen door de beheerder. Desondanks, rechtvaardigt de omvang, naar onze mening, de specifieke aandacht tijdens de controle voor de waardering.

---

## **Onze controlewerkzaamheden en observaties**

We hebben controle-informatie met betrekking tot de opzet, het bestaan en werking van de interne beheersings-maatregelen bij de beheerder, bewaarder en administrateur verkregen middels de in de sectie 'Reikwijdte van de controle' beschreven werkzaamheden. Wij bepaalden dat wij, voor zover relevant voor het doel van onze controle, op deze interne beheersings-maatregelen konden steunen.

In aanvulling hierop hebben wij gegevensgerichte werkzaamheden uitgevoerd op het bestaan en waardering van de beleggingen.

De beleggingen worden in bewaring gegeven bij een onafhankelijke bewaarder. Deze bewaarder is de juridische eigenaar van de beleggingen. Van deze partij hebben wij een bevestiging ontvangen van de in bewaring zijnde beleggingen. Wij hebben het bestaan van de beleggingsportefeuille getoetst door middel van integrale aansluiting met de direct van de bewaarder van het fonds ontvangen portefeuillebevestiging. Hieruit zijn geen materiële verschillen naar voren gekomen.

Wij hebben zelfstandig de waardering van de beursgenoteerde beleggingen getoetst door de marktwaarde van de volledige beleggingsportefeuille per 31 december 2019 aan te sluiten op koersen afkomstig van een externe datavendor. Hieruit zijn geen materiële verschillen naar voren gekomen.

Daarnaast hebben wij vastgesteld dat de toelichtingen over de beleggingen, de financiële resultaten en de risicoprofielen van de beleggingen in overeenstemming zijn met de van toepassing zijnde wet- en regelgeving.

### **Juistheid en volledigheid van de directe en indirecte beleggingsopbrengsten**

De opbrengsten uit beleggingen zijn gebaseerd op de grondslagen voor waardering en resultaatbepaling zoals toegelicht op pagina 28 tot en met 30 van de jaarrekening.

De juistheid en volledigheid van directe en indirecte opbrengsten uit beleggingen zijn een kernpunt van onze controle enerzijds doordat een onvolledige of onjuiste opbrengstverantwoording een belangrijk element is voor het beoordelen van de performance van het fonds. Anderzijds omdat de Nederlandse controlestandaarden een inherent risico van fraude veronderstellen in de opbrengstverantwoording (juistheid) gezien de mogelijke druk die de beheerder kan ervaren bij het realiseren van de doelstelling van het behalen van voldoende rendement op het belegde vermogen op de lange termijn.

De totale opbrengsten van het fonds over de periode 1 januari 2019 tot en met 31 december 2019 zijn €171.045.000. Dit resultaat bestaat uit een positief direct beleggingsresultaat van €19.508.000, een per saldo positief indirect beleggingsresultaat van €151.328.000 en overige resultaten van €209.000.

De directe opbrengsten bestaan nagenoeg geheel uit dividendopbrengsten. De indirecte opbrengsten bestaan uit gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen.

We hebben controle-informatie met betrekking tot de opzet, het bestaan en werking van de interne beheersingsmaatregelen bij de beheerder verkregen door middel van de in de paragraaf 'Reikwijdte van de controle' beschreven werkzaamheden. Wij concludeerden dat wij, voor zover relevant voor het doel van onze controle, op deze interne beheersingsmaatregelen konden steunen.

In aanvulling hierop hebben we op zowel de directe als de indirecte opbrengsten uit beleggingen gegevensgerichte werkzaamheden uitgevoerd.

Voor de controle van de juistheid van de directe beleggingsopbrengsten hebben we een deelwaarneming uitgevoerd op de verantwoorde dividendopbrengsten, waarbij de aansluiting is gemaakt tussen de verantwoorde dividendopbrengsten en de dividendopbrengsten volgens een onafhankelijke datavendor. Hieruit kwamen geen materiële verschillen naar voren. Om de volledigheid van de dividenden vast te stellen, hebben wij vastgesteld op basis van een steekproef of van de beleggingen in bezit van het fonds daadwerkelijk dividend in de winst-en-verliesrekening is verantwoord. Hieruit zijn geen materiële verschillen naar voren gekomen.

De indirecte opbrengsten zijn als volgt gecontroleerd. De ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen hebben wij gecontroleerd door middel van de controle van de waardering van de beleggingen per 31 december 2019. Voor een nadere uiteenzetting van de controle van de waardering van de beleggingen, zie voorgaand kernpunt 'Bestaan en waardering van beursgenoteerde beleggingen'. Daarnaast is middels een totaalverbandscontrole vastgesteld dat alle indirecte beleggingsopbrengsten juist en volledig zijn verantwoord.

Verder hebben wij voor de gerealiseerde waardeveranderingen additionele gegevensgerichte werkzaamheden uitgevoerd. Voor de gerealiseerde waardeveranderingen hebben wij de verkopen middels een deelwaarneming gecontroleerd, waarbij de verantwoorde verkopen zijn aangesloten met onderliggende brondocumentatie (onafhankelijke datavendor).

Hierbij zijn de gerealiseerde opbrengsten herrekend. Uit deze werkzaamheden bleken geen materiële verschillen.

## ***Benadrukking van de onzekerheid in verband met de effecten van het COVID-19 virus***

Wij wijzen op de toelichting in 'Gebeurtenissen na balansdatum' van de jaarrekening waarin het management de mogelijke invloed en gevolgen van het COVID-19 (Corona) virus op het fonds en op de omgeving waarin het fonds opereert alsmede de genomen en geplande maatregelen om met deze gebeurtenissen en omstandigheden om te gaan heeft beschreven. In deze toelichting is ook beschreven dat er nog steeds onzekerheden bestaan en dat het daarom op dit moment redelijkerwijs niet goed mogelijk is om de toekomstige effecten in te schatten. Ons oordeel is niet aangepast met betrekking tot de aangelegenheid.

---

## ***Verklaring over de in het jaarrapport opgenomen andere informatie***

---

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

- profiel;
- verslag van de raad van toezicht;
- bestuursverslag;
- de overige gegevens.

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

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

Wij hebben de andere informatie gelezen en hebben op basis van onze kennis en ons begrip, verkregen vanuit de jaarrekeningcontrole of anderszins, overwogen of de andere informatie materiële afwijkingen bevat.

Met onze werkzaamheden hebben wij voldaan aan de vereisten in Titel 9 Boek 2 BW en de Nederlandse Standaard 720. Deze werkzaamheden hebben niet dezelfde diepgang als onze controlewerkzaamheden bij de jaarrekening.

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

---

## ***Verklaring betreffende overige door wet- en regelgeving gestelde vereisten***

---

### ***Onze benoeming***

Wij zijn op 20 januari 2016 benoemd als externe accountant van Kempen Oranje Participaties N.V. door een besluit van de beheerder van het fonds. Herbevestiging vindt jaarlijks plaats binnen de algemene vergadering van aandeelhouders. Wij zijn nu voor een onafgebroken periode van vier jaar accountant van het fonds.

### ***Geen verboden diensten***

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

### ***Geleverde diensten***

De diensten die wij, in aanvulling tot de controle van de jaarrekening, hebben geleverd aan het fonds, in de periode waarop onze wettelijke controle betrekking heeft, zijn toegelicht in punt 7 van de toelichting van de jaarrekening.



---

## **Verantwoordelijkheden met betrekking tot de jaarrekening en de accountantscontrole**

---

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

De beheerder is verantwoordelijk voor:

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

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

---

### **Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening**

Onze verantwoordelijkheid is het zodanig plannen en uitvoeren van een controleopdracht dat wij daarmee voldoende en geschikte controle-informatie verkrijgen voor het door ons af te geven oordeel.

Ons controleoordeel beoogt een redelijke mate van zekerheid te geven dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat. Een redelijke mate van zekerheid is een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle afwijkingen ontdekken.

Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel.

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

Amsterdam, 7 april 2020  
PricewaterhouseCoopers Accountants N.V.

Origineel getekend door drs. A. van der Spek RA

---

## ***Bijlage bij onze controleverklaring over de jaarrekening 2019 van Kempen Oranje Participaties N.V.***

---

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

### ***De verantwoordelijkheden van de accountant voor de controle van de jaarrekening***

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

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

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

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

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

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

Kempen  
Capital Management NV

Beethovenstraat 300  
1077 WZ Amsterdam  
The Netherlands

P.O. Box 75666  
1070 AR Amsterdam  
The Netherlands

T + 31(0)20 348 8910

[www.kempen.com/asset-management](http://www.kempen.com/asset-management)

