



Vereniging VEB NCVB

Postbus 240
2501 CE Den Haag

per e-mail: info@veb.net
Kopie: signalen@afm.nl

Apeldoorn, 9 oktober 2017
Betreft: Conversie converteerbare obligaties

Geachte heer Koster, Geachte heer Jansen,

De directie van ROI asset management ("ROI") heeft kennis genomen van uw brief betreffende het converteren van de obligatie van Verenigde Nederlandse Compagnie N.V. ("VNC") op 2 oktober 2017. Obligatiehouder Stichting Trustee MountainShield Fund ("Mountainshield") heeft inderdaad haar obligatielening van EUR 1,2 miljoen geconverteerd en hier 342.900 aandelen voor ontvangen (de "Transactie").

Vragen omtrent deze Transactie van participanten zijn uiteraard door ons als Fondsbeheerder beantwoord, zoals iedere vraag van participanten door ons altijd binnen 24 uur naar tevredenheid wordt afgehandeld. Participanten van het MountainShield Capital Fund prijzen het management regelmatig om de snelle en goede service. Wij vinden het erg belangrijk dat participanten een vast aanspreekpunt hebben en de mensen achter het fonds leren kennen. Een beleggingsfonds leiden is wat ons betreft meer dan alleen een goed rendement. Persoonlijk contact en transparantie zijn voor ons erg belangrijk. Graag helpen wij daarom ook u zo spoedig mogelijk zodat uw vragen omgezet worden in duidelijke antwoorden.

Om leesbaarheid te bevorderen gaan wij puntsgewijs uw vragen af. U vindt steeds onder de door u gestelde vraag ons antwoord:

1. Waarom heeft Mountainshield juist op dit moment besloten om de obligatie te converteren in aandelen? Waarom meent Mountainshield dat de Transactie in het belang is van haar participanten?

De reden achter de conversie van de obligatie is tweeledig. De voornaamste reden voor de fondsbeheerder om de obligatie te converteren is te vinden in het feit dat aandelen gemakkelijker verhandelbaar zijn dan de obligaties. Met een positie in aandelen is het Fonds wendbaarder dan met een positie in de (niet verhandelbare) obligaties. Bij uitgifte van de obligatie werd gesteld dat er een prospectus zou worden uitgebracht, waardoor de obligatie gemakkelijk verhandelbaar zou worden aan NPEX, hetgeen voor ons een voorwaarde sine qua non was.

Nu het prospectus uitblijft, kiest de fondsbeheerder voor aan Euronext beursgenoteerde aandelen boven een zeer beperkt verhandelbare obligatie op NPEX. De tweede reden van uitoefenen van de obligatie is de waardering van de obligaties, waarbij de toezichthouder en onze accountant nadrukkelijk toezien op de transparantie daarvan. De beperkte verhandelbaarheid van de obligaties maakt het lastig een waardering te geven aan deze positie. Bij aandelen is hier geen twijfel over, de waardering is dan - behalve in uitzonderlijke situaties - altijd gelijk aan de beurskoers van dat moment.

De administratie van het MountainShield Capital Fund is uitgevoerd door onafhankelijk administratiekantoor Circle Partners. Dit bedrijf verleent deze service aan meer dan honderd verschillende beleggingsfondsen. Daarnaast worden de cijfers jaarlijks door Ernst & Young gecontroleerd. Het is voor ons belangrijk om beleggingen een juiste waardering toe te kunnen kennen zodat beleggers een transparante en duidelijke weergave van het rendement zien.

Dit antwoord is een rechtstreekse kopie uit het maandrapport van september 2017¹, beschikbaar op de website www.mountainshield.nl en toegestuurd aan iedere participant.

2. Waarom meent MountainShield dat de in februari 2017 door VNC uitgegeven converteerbare obligatie voldeed aan de criteria voor hetzij een prudente hetzij een geschikte belegging? Hoe is het risico-rendementsprofiel van het financiële instrument – en vooral het verplichte karakter van de conversie tegen EUR 3,50 bij het aflopen van de lening – destijds exact beoordeeld?

Passief beleggen en buy-and-hold zijn tegenwoordig niet meer rendabel en leveren in het geval van een dalende markt geen rendement op. Het door Centrale Banken gevoerde beleid is nooit eerder gezien. De lage rente heeft het speelveld veranderd. Het nieuwe beursklimaat vraagt om een passende strategie. Het MountainShield Capital Fund belegt voor haar participanten in beursgenoteerde bedrijven voor de middellange termijn volgens een degelijke long/short strategie die wordt aangevuld met een dagelijkse handelsstrategie. Het Fonds is hiermee uniek in Nederland.

De focus in marktkapitalisatie ligt hierbij op smallcap en midcap aandelen. Juist in deze aandelen kan MountainShield een onderscheid maken door grondige analyses, bedrijfsbezoeken en uitgebreide ontleding van de financiële rapportages. De goede rendementen tot op heden zijn hiervan het aantoonbare resultaat. MountainShield staat achter de strategie van VNC om waarde te creëren binnen een beursgenoteerde vennootschap.

De reden dat MountainShield via een converteerbare obligatie een positie heeft ingenomen is vanwege de beperkte verhandelbaarheid in het aandeel VNC. Het is niet mogelijk om op de beurs voor EUR 1,2 miljoen aandelen VNC te kopen zonder de koers te beïnvloeden. Middels deze converteerbare obligatie ontving MountainShield een mooie rente en was er de gewenste positie om te profiteren van de groeiambities van VNC.

¹ https://beleggingsfondsen.mountainshield.nl/hubfs/maandrapport/2017_september.pdf

Het risico voor het fonds was echter dat de koers van VNC bij conversie lager zou liggen dan EUR 3,50. Ook was het, in vergelijking met aandelen, moeilijker om tussentijds in de obligaties te handelen.

Dit antwoord is een rechtstreekse kopie uit het maandrapport van mei 2017² beschikbaar op de website www.mountainshield.nl en toegestuurd aan iedere participant.

3. In haar rapportage over de maand mei 2017 liet MountainShield kort gezegd nog weten vertrouwen te hebben in VNC. Wat is exact in de tussentijd veranderd waardoor dit klaarblijkelijk niet meer het geval is?

Het is correct dat MountainShield in mei 2017 kort gezegd nog vertrouwen had in VNC. Ook op dit moment is er vertrouwen in de onderneming. Wij juichen de beslissing omtrent de meest recente overnames van DegroSolutions, Corilus Veterinary Nederland en CV België sterk toe en dragen een warm hart toe aan de nieuwe Raad van Bestuur en nieuwe Raad van Commissarissen. Wij waren daarom ook aanwezig op de meest recente aandeelhoudersvergadering van 23 augustus 2017 om ons enthousiasme te uiten. Helaas was er op deze BAVA geen vertegenwoordiger van de VEB aanwezig om dit enthousiasme te onderkennen. De commissaris heeft de aanvang van de BAVA nog met een paar minuten uitgesteld om op uw komst te wachten, maar ondanks een aanmelding en machtiging van meerdere aandeelhouders kwam er niemand van de VEB opdagen. Eerder, op de vergadering van 31 mei 2017, was dit ook al het geval. Wij weten niet beter dan dat de VEB de belangen van aandeelhouders op aandeelhoudersvergaderingen behartigt. Helaas hebben wij u op de twee meest recente (B)AVA's van VNC niet mogen ontmoeten. Hopelijk komen wij u op toekomstige (B)AVA's tegen.

Het kan niet aan u voorbij zijn gegaan dat er bij de vennootschap veel gebeurd is tussen mei 2017 en het moment van versturen van uw brief. In een periode van vijf maanden kan ook veel veranderen. In de laatste maanden zijn door VNC de halfjaarcijfers gepubliceerd, is de Raad van Bestuur vervangen en de Raad van Commissarissen vervangen. Niet in de laatste plaats is er een forse koersdaling geweest. 1 mei 2017 was de koers van VNC gelijk aan EUR 2,59. Op het moment van uw brief was de koers van VNC gelijk aan EUR 1,31. Er zijn naar onze mening dus veel ontwikkelingen geweest. Deze ontwikkelingen zijn van invloed geweest op het nemen van onze beslissing om de obligatie uit te oefenen. MountainShield speelt kort op de bal en hanteert - in tegenstelling tot een veel gebruikte buy-and-hold strategie- een actief beleggingsbeleid. Een actief beleggingsbeleid betekent direct acteren op veranderingen in de markt.

² https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/maandrapport/2017_mei.pdf

4. Voornoemde maandrapportage van Mountainshield meldde dat “de obligatie omzetten naar aandelen is voor ons op ieder moment mogelijk, maar pas wenselijk zodra de koers boven de EUR 3,50 per aandeel komt”. Hoe is deze uitspraak te verenigen met de beslissing om de obligatie te converteren terwijl de huidige koers veel lager is dan de conversieprijs van EUR 3,50 ?

Zie bovenstaande antwoorden op vraag 1 en vraag 3. Er is in de tussentijd veel veranderd bij de onderneming en bovendien vinden wij, gezien de beperkte verhandelbaarheid van de obligaties, het lastig om het product een waardering toe te kennen. Bij aandelen is hier geen twijfel over, de waardering is dan - behalve in uitzonderlijke situaties - altijd gelijk aan de beurskoers van dat moment.

De administratie van het MountainShield Capital Fund is uitgevoerd door onafhankelijk administratiekantoor Circle Partners. Dit bedrijf verleent deze service aan meer dan honderd verschillende beleggingsfondsen. Daarnaast worden de cijfers jaarlijks door Ernst & Young gecontroleerd. Het is voor ons belangrijk om beleggingen een juiste waardering toe te kunnen kennen zodat beleggers een transparante en duidelijke weergave van het rendement zien.

5. Is er contact geweest tussen beheerder, bewaarder en/of andere vertegenwoordigers van Mountainshield en VNC in aanloop naar de uitoefening van de obligatie? Zo ja: wat is op deze contactmomenten exact besproken?

Uiteraard is er contact geweest tussen alle betrokken partijen. Er is dagelijks overleg over de posities. Het MountainShield Capital Fund hanteert een actieve beleggingsstrategie³. De positie in een aandeel wordt veelal strategisch en verspreid over een langere periode opgebouwd en eveneens verspreid en indien kansrijk over meerdere dagen afgebouwd. Bovendien wordt er tussentijds gehandeld in deze posities, waarmee de slagroom op de taart wordt gecreëerd. Juist dankzij deze actieve stijl van handelen is het Fonds er in geslaagd erg goede rendementen te behalen voor haar participanten. Met alle respect voor uw organisatie gaan wij niet in op uw verzoek om de inhoud van deze contactmomenten bloot te leggen. De strategie van MountainShield heeft tot dusver voor een goed rendement gezorgd voor haar participanten, de precieze uitvoering van de strategie willen wij niet zomaar op tafel leggen. De chef van een sterrenrestaurant zal u ook niet alle ingrediënten van haar recepten willen vertellen.

6. Is er contact geweest tussen beheerder, bewaarder en/of andere vertegenwoordigers van Mountainshield enerzijds en voormalig VNC-bestuursvoorzitter Geert Schaaij of één van zijn adviseurs anderzijds? Zo ja: wat is op deze contactmomenten exact besproken?

Het Fondsmanagement streeft ernaar om veel contact te hebben met andere partijen in de beleggingswereld. Door goed contact met andere beleggers te onderhouden kunnen wij

³ <https://beleggingsfondsen.mountainshield.nl/strategie>

continu onze eigen mening en visie toetsen. Er is op deze wijze ook contact geweest met beursgoeroe Geert Schaij.

7. In een nieuwsbericht van persdienst ABM FN-Dow Jones van 4 oktober 2017 wordt gemeld dat Geert Schaij, via zijn adviseur Ron van Veldhoven, een bod op de converteerbare obligaties zou hebben gedaan dat een aanzienlijk hogere waarde vertegenwoordigt dan de waarde bij conversie. Waarom is Mountainshield niet op dit bod ingegaan? In hoeverre meent Mountainshield dat hiermee de belangen van de participanten in het fonds op adequate wijze zijn gediend? Kunt u een indicatie geven van de rationale van het aanbod van de heer Schaij?

Er is inderdaad interesse getoond. Door de heer van Veldhoven zijn geen concrete getallen genoemd en of het aan de beurs genoteerde stukken betrof. Het is naar onze mening lastig om een gesprek aan te gaan met voormalig leden van de Raad van Bestuur en Raad van Commissarissen van het betreffende bedrijf zonder wellicht een schijn van belangenverstrengeling te kunnen opwekken. De participanten zijn gebaad bij een integere en beheerste bedrijfsvoering.

8. Is het correct dat de converteerbare obligatie tot nu toe door Mountainshield op de aankoopprijs van 1,2 miljoen euro is gewaardeerd om de participatiewaarde van Mountainshield – die telkens op de laatste dag van de maand wordt gepubliceerd – te becijferen?

Dat is niet correct. Vanwege de moeizame integratie van overgenomen ondernemingen (zie ook het persbericht van 24 mei 2017⁴) is het aandeel VNC in juni 2017 sterk gedaald in waarde. Voor de bepaling van de NAV wordt daarom vanaf juni 2017 niet de aankoopprijs van de converteerbare obligatie, maar de marktwaarde van de aandelen gehanteerd. Op deze manier heeft de waardering van de obligatie mee bewogen met de aandelen VNC.

Dit antwoord is een rechtstreekse kopie uit het maandrapport van juni 2017⁵, beschikbaar op de website www.mountainshield.nl en toegestuurd aan iedere participant.

De kracht van een goed beleggingsfonds is om meer te verdienen met de winstgevende transacties, dan er verloren wordt op de verliesgevende transacties. Dat is bij MountainShield altijd het geval geweest. Onderaan de streep is er een zeer goed rendement behaald. Het netto rendement van 2017 komt YTD uit op +6,89%, hier zit de waardedaling van VNC reeds in verwerkt. Wij zijn erg trots om onze participanten een zo'n mooi resultaat te bieden. We zijn van plan ons hier ook de komende jaren hard voor in te blijven zetten.

⁴ <https://www.verenigdenederlandsecompagnie.nl/uploads/Persbericht%2024%20mei%202017.pdf>

⁵ https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/1868640/maandrapport/2017_juni.pdf

9. Zal Mountainshield de aandelen die het heeft verkregen als gevolg van de Transactie op marktwaarde waarderen ten behoeve van het berekenen van de participatiewaarde van het fonds? Zo nee, kan Mountainshield toezeggen dat het bij een eventuele andere waarderingsmethodiek dan marktwaarde, zoals bijvoorbeeld sinds 31 augustus 2017 bij de positie in Phelix het geval is, een waarde zal toekennen die in ieder geval niet hoger is dan de dan geldende marktprijs?

Uiteraard zal Mountainshield de aandelen die het heeft verkregen als gevolg van de Transactie op marktwaarde blijven waarderen ten behoeve van het berekenen van de participatiewaarde van het fonds. Een hogere waardering dan de beurskoers past niet binnen de in het prospectus beschreven waarderingsbeleid. Wij hanteren voor de waardering van posities in het Fonds de beurskoers van het desbetreffende aandeel of in uitzonderlijke gevallen een lagere.

Alleen in extreem uitzonderlijke gevallen wijken wij af van de beurskoers, zoals bijvoorbeeld op 31 augustus 2017 bij de positie in Phelix het geval was door de plotselinge koersstijging op de laatste handelsdag van de maand. Hierbij kennen wij uiteraard een waarde toe die in ieder geval niet hoger is dan de op dat moment geldende marktprijs. Een dergelijk uitzonderlijk geval geschiedt altijd in goed overleg met alle betrokken partijen en wordt altijd direct en transparant gecommuniceerd met de participanten van Mountainshield. In de gehele geschiedenis van het fonds is dit slechts eenmaal noodzakelijk gebleken.

10. In hoeverre heeft Mountainshield in de laatste dagen te maken gehad met participanten die hebben laten weten uit het fonds te willen stappen?

Het MountainShield Capital Fund is op 1 januari 2016 van start gegaan met een vermogen van EUR 1,2 miljoen. Inmiddels is het Fonds ruim EUR 22 miljoen groot. Hiermee is MountainShield het snelst groeiende beleggingsfonds van Nederland. De reden van deze enorme groeisput is, krijgen wij als feed-back, te danken aan de goede resultaten. In 2016 wist het Fonds 22,93% netto rendement te behalen voor haar participanten. In 2017 is tot dusver 6,89% nettowinst behaald.

Uiteraard zijn er af en toe uittreders. Zo zijn er veel beleggers die graag per halfjaar of per jaar de winstuitkering op hun rekening zien bijgeschreven. Wie op 1 januari 2016 met EUR 100.000 startte, had een jaar later de inleg zien uitgroeien tot EUR 122.930. Het leeuwendeel van de participanten heeft deze winst herbelegd in het Fonds, een klein deel van de participanten heeft de winst op hun rekening laten schrijven. Zowel het aantal nieuwe als uittredende participanten kent een gelijkmatig beeld, er zijn daarbij geen uitschieters.

11. Een aanzienlijk deel van de portefeuille van Mountainshield bestaat uit deelnemingen in illiquide kleine beursfondsen waarvan de waarde lastig is vast te stellen. De belangen in Phelix en VNC maken ruim 27 procent van de participatiewaarde van het fonds uit blijkens de meest recente rapportage van Mountainshield. In hoeverre is Mountainshield in staat de belangen van zittende participatiehouders te waarborgen bij eventuele (significante) onttrekkingen aan het fonds?

Uw stelling is incorrect: PHELIX en VNC maken niet ruim 27% van de participatiewaarde van het Fonds uit. Blijkens de meest recente rapportage van MountainShield is het huidige belang in PHELIX namelijk 20.79% en, zoals u uit de meest recente melding in het AFM register zou kunnen berekenen, is het belang in VNC op dit moment slechts 3,79%. De positie in VNC behoort niet tot de grootste 10 posities van MountainShield.

MountainShield is een maandelijks verhandelbaar beleggingsfonds. Dat betekent dat beleggers op zoek naar een goed rendement iedere 1e van de maand kunnen toetreden (gelieve 5 werkdagen van tevoren aan te geven middels het inschrijfformulier⁶). Participanten kunnen ook maandelijks weer uittreden.

Het Fondsmanagement van MountainShield hecht net als u waarde aan liquiditeit. In het prospectus van MountainShield is daarom opgenomen dat ten minste 5% van het totale Fondsvermogen in liquide middelen aangehouden dient te worden. In de praktijk is het percentage liquide middelen echter altijd ver boven het gestelde minimum geweest. Op 30 juni 2016 was het percentage liquide middelen 60,36% van het totale fondsvermogen (zie halfjaarverslag 2016⁷). Op 31 december 2017 was het percentage liquide middelen 54,60% van het totale fondsvermogen (zie jaarverslag 2016⁸). Op 30 juni 2017 was het percentage liquide middelen 28,50% van het totale fondsvermogen (zie halfjaarverslag 2017⁹).

Dankzij de liquide middelen is er voldoende ruimte voor uittreeders, maar vooral ook voor nieuwe kansen in de markt. De Fondsbeheerder houdt met het oog op risicomanagement graag een gedeelte van het totale fondsvermogen liquide om in te kunnen spelen op plotselinge ontwikkelingen op de beurs. Onverwachte koersbewegingen bieden kansen voor de oplettende belegger.

⁶ https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/inschrijfformulier_c.pdf

⁷ <https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/mountainshield-website/Mountainshield%20-%20Halfjaarverslag%202016.pdf>

⁸ https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/mountainshield-website/2.0_MountainShield%20-%20Jaarverslag%202016.pdf

⁹ https://beleggingsfonds.mountainshield.nl/hubfs/marktgevoel-website/halfjaarverslag2017_mountainshield.pdf



Hopelijk hebben wij uw vragen naar tevredenheid beantwoord. Wij denken dat het Fonds een goede toevoeging is in de portefeuille van beleggers op zoek naar een mooi rendement. Graag verwijzen wij u daarom naar het inschrijfformulier in bijlage. Mochten er nog onduidelijkheden voor u zijn, kunt u altijd een nieuwe brief sturen. Wij beantwoorden uw vragen graag.

Voor de volledigheid wijzen wij erop dat wij deze brief op onze website kunnen plaatsen. Een kopie van deze brief sturen wij aan de AFM.

Met vriendelijke groet,

W.L. Kemper
Director

M. Leenards
Director

S.A.M. Duijvestijn
Head of Trading

Bijlage 1: Netto rendementsoverzicht MountainShield Capital Fund

Bijlage 2: Inschrijfformulier MountainShield Capital Fund