

MONOLITH

2022

JAARVERSLAG





ARCADIS

Water infrastructuur

MONOLITH
2022

INHOUDSOPGAVE

ALGEMENE GEGEVENS	05
PROFIELSCHETS	06
KERNCIJFERS MONOLITH	09
VERSLAG VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN	10
VERSLAG VAN DE DIRECTIE	11
OVERZICHT BELEGGINGEN IN AANDELEN	49
JAARREKENING	52
BALANS PER 31 DECEMBER	53
WINST- EN- VERLIESREKENING	54
KASSTROOMOVERZICHT	55
TOELICHTING	56
GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING	56
TOELICHTING OP DE BALANS	59
TOELICHTING OP DE WINST- EN VERLIESREKENING	70
FISCALE ASPECTEN	78
OVERIGE GEGEVENS	79
CONTROLEVERKLARING	81
CONTACT	84

ALGEMENE GEGEVENS

Monolith

Monolith N.V. in liquidatie
Van Hengellaan 2
1217 AS Hilversum

MIM

Monolith Investment Management B.V.
Van Hengellaan 2
1217 AS Hilversum

MIM Directie

Drs. D.M.G. van Vlaardingen RBA RV
Drs. R. de Wolf RBA

STAK Monolith

Stichting Administratiekantoor Monolith
Van Hengellaan 2
1217 AS Hilversum

Administrateur

Bolder Fund Services (Netherlands) B.V.
Smallepad 30F
3811 MG Amersfoort

Raad van Advies

drs. F. Tuin (t/m 30 juni 2022)
drs. M.H. Wildschut CFA
dhr. J. Jonk RBA (vanaf 1 juli 2022)

Raad van Commissarissen

drs. H. Th. Luttenberg RBA, EPP
drs. P.P.J. van de Laar MBA, RBA

Depotbank

CACEIS Bank S.A., Netherlands Branch
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Bewaarder

CACEIS Bank S.A., Netherlands Branch
De Entree 500
1101 EE Amsterdam

Accountant

Mazars Accountants N.V.
Watermanweg 80
Postbus 23123
3001 KC Rotterdam

Juridisch adviseur

Dentons Europe LLP
Gustav Mahlerplein 2
1082 MA Amsterdam

Fiscaal adviseur

Dentons Europe LLP
Gustav Mahlerplein 2
1082 MA Amsterdam

Compliance

Charco & Dique
Krijn Taconiskade 422
1087 HW Amsterdam

Adviseur financieel toezichtrecht

Bartolus Advocaten
Gustav Mahlerlaan 1212
1081 LA Amsterdam

Codes dataleveranciers

Bloomberg: MONOFUN NA Equity
Telekurs: 2857094

ISIN Code

NL0009551027

Lei code

724500UXUTBSXY9A8Z30

PROFIELSCHETS

Inleiding

Monolith N.V. (het “Fonds”) is per 2 december 2022 in liquidatie. Daarmee zijn de meeste onderdelen in de hierna beschreven profielschets niet meer van toepassing of gewijzigd per 2 december 2022. Zo is de investeringsdoelstelling vanaf deze datum niet meer van toepassing en is het investeringsbeleid gewijzigd in een liquidatiebeleid. Het Fonds is gesloten voor uitgifte en inkoop van certificaten en de vergoedingen en kosten zijn aangepast aan de nieuwe situatie per 2 december 2022.

Investeringsbeleid

Het Fonds investeert in een beperkt aantal Europese beursgenoteerde (veelal smallcap-) ondernemingen waarvan de beurskoers naar het oordeel van het Fonds substantieel lager is dan de werkelijke waarde. Het Fonds heeft daarbij de overtuiging dat die onderwaardering binnen een overzienbare termijn (grotendeels) zal kunnen verdwijnen.

In die gevallen waar deze onderwaardering naar inschatting van het Fonds voortkomt uit het door de ondernemingsleiding gevolgde strategische, operationele en/of financiële beleid, zal het Fonds zich opstellen als een actieve aandeelhouder en op een constructieve manier de dialoog intensiveren en zijn invloed als aandeelhouder aanwenden.

Anders geformuleerd: het Fonds hanteert een ‘value with a catalyst’-benadering en investeert vooral in ondergewaardeerde ondernemingen waarbij vooraf duidelijk aanwijsbare katalysatoren zijn te definiëren die de verwachting rechtvaardigen dat de onderwaardering van die ondernemingen binnen een overzienbare termijn gaat verdwijnen. Het Fonds volgt deze aanpak in de overtuiging op deze wijze bovengemiddelde rendementen te behalen.

Het Fonds streeft naar het nemen van een zodanig substantieel belang in een onderneming dat zij bij de belangrijkste aandeelhouders behoort.

Investeringsdoelstelling

Het Fonds heeft als doelstelling om op de middellange termijn (3 tot 5 jaar) een gemiddeld rendement (‘total return’) van meer dan 8% op jaarbasis te realiseren.

Duurzaamheid

Hoewel het Fonds een meer duurzame samenleving ondersteunt, richt het Fonds zich niet specifiek op duurzaamheids-

factoren zoals ecologische, sociale en werkgelegenheidszaken, eerbiediging van de mensenrechten en bestrijding van corruptie en omkoping. Het Fonds heeft dan ook geen expliciete duurzaamheidsdoelstelling.

Naamloze vennootschap, niet beursgenoteerd

Het Fonds is een naamloze vennootschap, waarvan de aandelen en certificaten niet zijn genoteerd aan een effectenbeurs.

Uitgifte en inkoop van certificaten

Het Fonds is open-end. Vier keer per jaar worden in beginsel aandelen uitgegeven aan Stichting Administratiekantoor Monolith en ingekocht van Stichting Administratiekantoor Monolith en zal Stichting Administratiekantoor Monolith certificaten uitgeven dan wel inkopen. Certificaten worden uitgegeven tegen betaling van de netto vermogenswaarde per certificaat plus een opslag van 0,5% ten gunste van het Fonds en een toetredingsvergoeding van maximaal 1,5% ten gunste van Monolith Investment Management B.V. (de “Beheerder”). Certificaten worden ingekocht tegen de netto vermogenswaarde minus een afslag van maximaal 1% ten gunste van het Fonds en een uittredingsvergoeding van maximaal 2% ten gunste van de Beheerder (indien inkoop plaatsvindt binnen 18 maanden nadat de betreffende certificaten zijn verworven) of minus een afslag van 1% en een uittredingsvergoeding van maximaal 0,5% ten gunste van de Beheerder (als inkoop plaatsvindt later dan 18 maanden nadat de betreffende certificaten zijn verworven). De Beheerder kan (gedeeltelijk) afzien van de toetredings- en/of uittredingsvergoeding. In bijzondere gevallen kan inkoop of uitgifte (gedeeltelijk) worden opgeschort. De inkoop en heruitgifte van eigen certificaten worden gemuteerd op de posten, aandelenkapitaal, agioreserve en overige reserve van het eigen vermogen.

Vergoedingen en kosten

De Beheerder zal het Fonds de volgende vergoedingen in rekening brengen:

- (i) een managementvergoeding (de beheerkosten) van 0,125% per maand over de netto vermogenswaarde per de laatste dag van de voorafgaande kalendermaand;
- (ii) een prestatievergoeding per periode van drie maanden gelijk aan 20% van de stijging van de netto vermogenswaarde (gecorrigeerd voor eventuele dividenduitkeringen) verminderd met een ‘hurdle’ van 1,5% van de netto vermogenswaarde, met inachtneming van een ‘high water mark’.

De lopende kosten factor van het Fonds zal bij een omvang van € 50 miljoen naar verwachting circa 1,92% bedragen. Daarin is niet begrepen de eventueel verschuldigde prestatievergoeding.

Fiscaliteit van het Fonds

Het Fonds is onderworpen aan vennootschapsbelasting en streeft er naar voor haar belangen ten minste 5% van het nominaal gestorte kapitaal van een onderneming te verwerven om zodoende gebruik te kunnen maken van de fiscale deelnemingsvrijstelling. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen.

Profiel investeerder in het Fonds

Een investering in het Fonds is vooral geschikt voor investeerders:

- die een aanzienlijke ervaring hebben met investeren;
- die bereid zijn om het risico van een eventuele (aanzienlijke) waardevermindering van de investering te nemen en uit verwezenlijking van dat risico voortvloeiende verliezen kunnen dragen;

- die een beperkte liquiditeit van hun investering accepteren (uittreding één keer per drie maanden mogelijk; zie paragraaf 12 van het informatiememorandum);
- voor wie het belang in het Fonds slechts een beperkt percentage van hun totale investeringen zal vertegenwoordigen;
- die geen inkomsten uit deze investering nodig hebben;
- die voornemens zijn hun investering in het Fonds tenminste voor een periode van 3 tot 5 jaar aan te houden.

Minimum Investeringsbedrag

Het minimum bedrag waarvoor kan worden geïnvesteerd in het Fonds is € 100.000, exclusief kosten.

Wft-vergunning

Sinds 2 juli 2021 vallen de Beheerder en het Fonds onder het zogenaamde 'AIFMD light regime'.

Netto vermogenswaarde en rendement

In onderstaande tabel zijn de in het verleden behaalde jaarlijkse rendementen van het Fonds weergegeven en afgezet ten opzichte van verschillende referentie-indices. De netto vermogenswaarde van het Fonds wordt maandelijks berekend door de administrateur en is tot en met 30 november 2022 gepubliceerd op de website.

JAARRENDEMENTEN MONOLITH EN REFERENTIE-INDICES

JAAR	MONOLITH NV	EU LARGE CAP ¹	EU SMALLCAP ²
2006*	3,3%	3,7%	8,3%
2007	12,2%	2,8%	-5,8%
2008	-41,4%	-43,4%	-51,3%
2009	76,0%	33,3%	59,1%
2010	32,1%	12,2%	25,6%
2011	-9,3%	-8,1%	-18,4%
2012	20,9%	19,0%	24,0%
2013	21,4%	21,5%	32,2%
2014	4,4%	7,8%	5,1%
2015	15,9%	10,2%	21,8%
2016	-3,0%	2,4%	2,8%
2017	24,1%	11,2%	17,7%
2018	-29,5%	-10,2%	-14,1%
2019	16,0%	27,6%	29,3%
2020	2,9%	-1,5%	7,8%
2021	40,0%	25,5%	23,4%
2022	-17,7%	-10,1%	-22,9%
CUMULATIEF	196,9%	106,6%	134,5%

1. Stoxx Europe 600 Index; 2. EMIX Smaller European Companies Index: Allen op herbeleggingsbasis * sinds start op 1/11/2006. Bron: Bloomberg



KERNCIJFERS MONOLITH

	2022	2021	2020	2019*	2018*
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN **	216.123	257.912	384.690	546.439	657.320
NETTO VERMOGENSWAARDE (X € 1.000)	32.087	46.520	49.554	68.431	70.938
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT (X € 1)	148,47	180,37	128,82	125,23	107,92
UITKERING PER CERTIFICAAT	-	-	-	-	-
	2022	2021	2020	2019*	2018*
WINST- EN VERLIESREKENING (X € 1.000)					
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	1.587	1.008	993	2.224	2.242
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	(9.473)	19.898	640	9.884	(29.820)
OVERIGE RESULTATEN	89	220	190	-	-
KOSTEN	(833)	(2.032)	(1.077)	(1.477)	(2.462)
BELASTINGEN	496	(2.505)	(1.321)	(18)	580
TOTAAL RESULTAAT	(8.134)	16.589	(575)	10.613	(29.460)
WINST- EN VERLIESREKENING PER CERTIFICAAT					
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN	7,34	3,91	2,58	4,07	3,41
WAARDEVERANDERINGEN VAN INVESTERINGEN	(43,83)	77,15	1,66	18,09	(45,37)
OVERIGE RESULTATEN	0,41	0,85	0,50	-	-
KOSTEN	(3,85)	(7,88)	(2,80)	(2,70)	(3,75)
BELASTINGEN	2,29	(9,71)	(3,43)	(0,03)	0,88
TOTAAL RESULTAAT	(37,64)	64,32	(1,49)	19,42	(44,82)

* De kerncijfers per 31 december 2019 en 31 december 2018 betreffen de proportioneel geconsolideerde cijfers van het Fonds.

** Per 31 december 2022 bedraagt het aantal uitgegeven certificaten 669.321, waarvan 216.123 certificaten zijn geplaatst bij derden.

VERSLAG VAN DE RAAD VAN COMMISSARISSEN

Wij presenteren u het jaarverslag van Monolith N.V. in liquidatie (Monolith) over het boekjaar 2022. Dit verslag bevat onder meer het directieverslag en de jaarrekening van de vennootschap over het afgelopen boekjaar.

De Raad van Commissarissen (RvC) van Monolith heeft tot taak het houden van toezicht op het beleid van het bestuur en de algemene gang van zaken binnen Monolith. Vanuit haar toezichthoudende taak is de Raad van Commissarissen onder meer verantwoordelijk voor de periodieke controle op de toepassing van maatregelen en principes die een integrale en zorgvuldige bedrijfsuitoefening waarborgen. Deze principes en maatregelen zijn vooral gericht op de bescherming van de belangen van de aandeelhouders en certificaathouders en het zoveel mogelijk beperken van belangenconflicten. Toezicht op de samenstelling van de investeringsportefeuille valt slechts onder het toezicht van de Raad van Commissarissen, voor zover voortvloeiend uit haar taakuitoefening zoals hier beschreven.

In het boekjaar hebben wij 4 keer regulier vergaderd. Daarnaast heeft de RvC met de directie enige keren besproken of het fonds nog toekomstbestendig kon worden voortgezet in relatie tot de (verwachte) omvang van het fonds, de kosten van beheer, fiscaliteit, en het toezicht en directievoering. De RvC is met de directie van mening dat door de daling van de beurskoersen en onttrekkingen aan het fonds het fonds geen levensvatbare toekomst meer heeft. Mogelijkheden tot samenwerking met andere partijen in enige vorm zijn helaas niet gebleken.

De RvC was het daarom eens met de directie om aan de Aandeelhouders van Monolith N.V. voor te stellen om het fonds te ontbinden. Dit ontbindingsvoorstel is op 26 oktober 2022 aan de aandeelhouders in een bijzondere vergadering

voorgelegd en in die vergadering door de aandeelhouders is ook tot ontbinding besloten. Dit besluit is op 2 december 2022 van kracht geworden en dat betekende dat het beleggingsbeleid van het fonds vanaf dat moment gericht is op de liquidatie van de aandelenportefeuille. De RvC zal toezien op een evenwichtige en spoedige afwikkeling. De RvC heeft daarom vanaf begin december 2022 regelmatig contact met de directie en de Raad van Advies over de mogelijkheden en voortgang van de verkopen.

Het jaarverslag van de vennootschap bevat de jaarrekening over het boekjaar 2022. De jaarrekening is door de accountant van de vennootschap, Mazars N.V., gecontroleerd en voorzien van een goedkeurende verklaring. De bevindingen van de accountant zijn in onze Raad aan de orde geweest en met hen besproken. Wij stellen u voor de jaarrekening, op de komende Algemene Vergadering, overeenkomstig de voorgelegde stukken vast te stellen.

Overeenkomstig de richtlijnen is de jaarrekening opgesteld vóór resultaatbestemming. Het voorstel van de directie om geen dividenduitkering te doen heeft onze instemming. Tevens stellen wij u voor de directie te dechargeren voor het gevoerde beleid gedurende het verslagjaar 2022 en de leden van onze Raad voor het daarop gehouden toezicht.

Amsterdam, 8 maart 2023

H. Th. Luttenberg, voorzitter

P. P. J. van de Laar

VERSLAG VAN DE DIRECTIE

Hieronder volgt het verslag van de directie van Monolith N.V. in liquidatie (Monolith) over het boekjaar 2022 (1 januari 2022 tot en met 31 december 2022). De belangrijkste beslissing gedurende het jaar betrof de liquidatie van het fonds. Monolith is per 2 december 2022 in liquidatie. Dit heeft een aantal consequenties, waaraan op diverse plaatsen in dit directieverslag zal worden gerefereerd. Hieronder komen achtereenvolgens het behaalde resultaat, het besluit tot liquidatie, het investeringsklimaat, de investeringsstrategie, de portefeuillestructuur en het investerings- en liquidatiebeleid aan de orde. Vervolgens gaan wij in op de ontwikkelingen per onderneming waarin door Monolith wordt geïnvesteerd. Tenslotte gaan wij in op de structuur en organisatie van Monolith.

RESULTAAT

Het totale investeringsresultaat komt uit op -17,7%

De intrinsieke waarde per aandeel daalde in de verslagperiode met 17,7% van € 180,37 tot € 148,47. Er werd door Monolith geen dividend uitgekeerd en daarmee komt het totale investeringsresultaat eveneens uit op -17,7%. Het aantal bij derden geplaatste Certificaten is met 16,2% afgenomen in de verslagperiode van 257.912 naar 216.123. In het jaar 2022 is er geen nieuw kapitaal ingestroomd en is er circa € 6,2 mln. aan kapitaal terugbetaald aan Certificaathouders. Een deel hiervan komt voort uit het feit dat houdstermaatschappij Stonehenge in verband met de liquidatie van het fonds zijn uitstaande lening heeft afgelost. Tevens zijn in verband met de liquidatie de aangevraagde uittredingen per februari 2023 vervroegd naar november. Deze bedragen zijn exclusief aan- en verkopen van

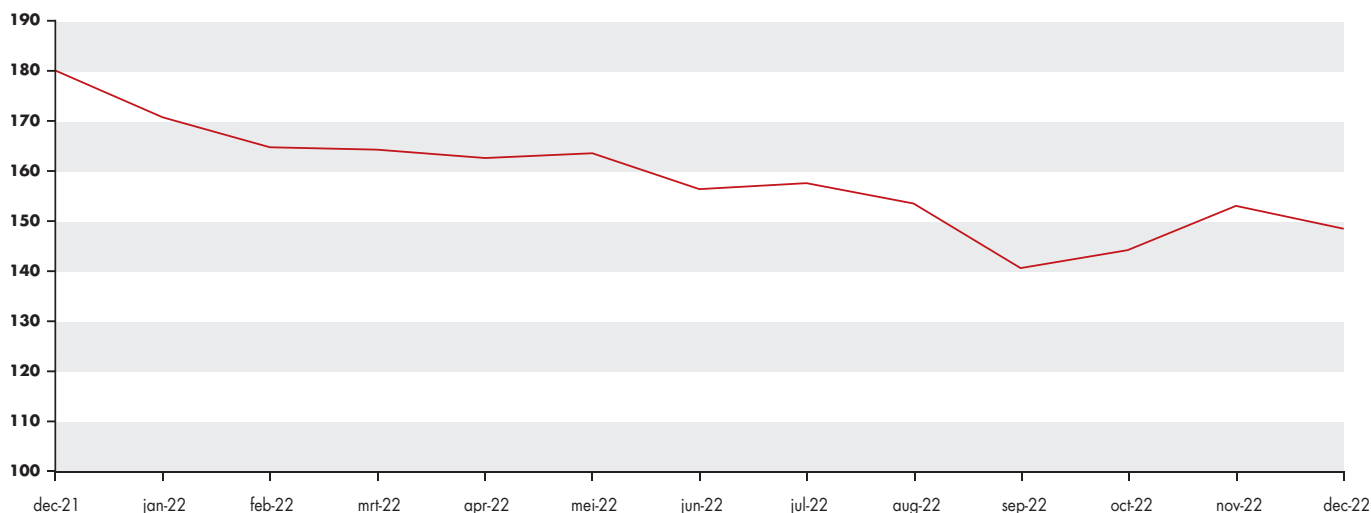
Certificaten in verband met verplaatsingen van Certificaathouders (zoals bijvoorbeeld van privé naar B.V.). Als gevolg van de bovengenoemde daling van de intrinsieke waarde per aandeel en inkoop van Certificaten is de netto vermogenswaarde per saldo gedaald van € 46,5 mln. naar € 32,1 mln.

	31/12/2022	31/12/2021
NETTO VERMOGENSWAARDE*	€ 148,47	€ 180,37
NETTO VERMOGENSWAARDE**	€ 32,1 mln.	€ 46,5 mln.
UITSTAANDE AANDELEN	216.123	257.912
UITGEKEERD DIVIDEND	-	-

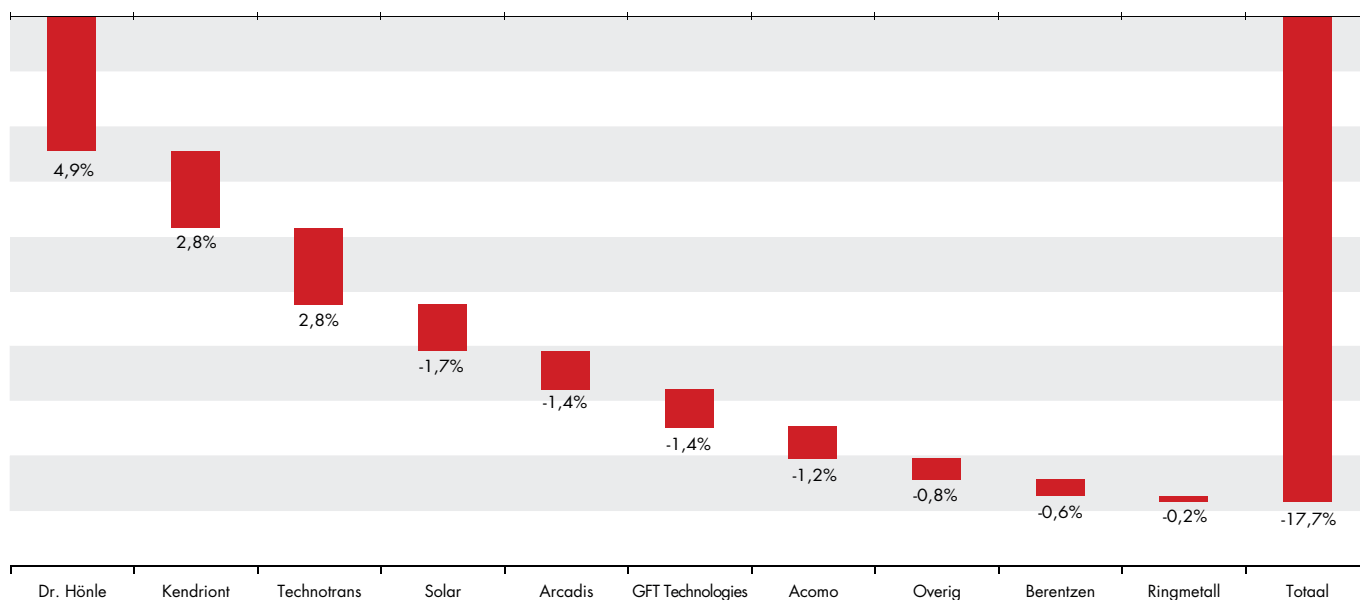
* per aandeel ** totaal

NETTO VERMOGENSWAARDE MONOLITH N.V. PER AANDEEL

(periode 31/12/2021 - 31/12/2022)



CONTRIBUTIE VAN DE VERSCHILLENDE INVESTERINGEN AAN HET TOTALE RENDEMENT OVER 2022 (%)



Aan het begin van de verslagperiode bestond de portefeuille uit een viertal fiscale deelnemingen, namelijk Berentzen Gruppe AG (Berentzen), Dr. Hönle AG (Dr. Hönle), Kendrion N.V. (Kendrion) en Technotrans SE (Technotrans). Daarnaast werd er nog een belang aangehouden in een zestal ondernemingen: Amsterdam Commodities N.V. (Acomo), Arcadis N.V. (Arcadis), GFT Technologies SE (GFT), Ringmetall SE (Ringmetall), Solar A/S (B-aandelen, Solar) en een kleinere investering.

Om te voldoen aan de uittredingsverzoeken gedurende het jaar alsmede naar aanleiding van het besluit om Monolith te gaan liquideren hebben we in totaal voor een tegenwaarde van € 10,7 mln. aan investeringen verkocht. De belangrijkste verkopen vonden plaats in Solar, Kendrion en Berentzen. Deze laatste investering is in het kader van de liquidatie in december in zijn geheel verkocht.

De enige noemenswaardige transactie aan de koopzijde binnen de portefeuille was de uitbreiding van ons belang in Ringmetall. De opbouw hiervan is in verband met de liquidatie gestaakt.

Aan het eind van het jaar bestond de portefeuille nog uit 8 ondernemingen. Nederlandse, Duitse en Scandinavische ondernemingen zijn nu goed voor respectievelijk circa 26%, 66% en 8% van de portefeuille. Onder 'Portefeuillestructuur en investeringsbeleid' wordt nader ingegaan op de mutaties gedurende het jaar.

Voorals gevolg van de verkopen in het kader van de liquidatie had Monolith per jaar ultimo een aanzienlijke kaspositie van 33% van de nettovermogenswaarde. Rekening houdend met de latente belastingschulden en overige voorzieningen bedroeg de creditstand ca. 26%.

Alle investeringen droegen negatief bij aan het totale rendement. Dr. Hönle had het grootste negatieve rendement: -50,4%. GFT (-25,7%) en Kendrion (-23,1%) presteerden ook bovengemiddeld slecht. Berentzen (-9,0%), Arcadis (-10,3%) en Solar (-10,7%) rendeerden relatief goed.

In het bovenstaande wordt steeds gesproken over het rendement van één aandeel in de portefeuille. Om te komen tot de bijdrage aan het totale rendement van Monolith dient rekening te worden gehouden met de relatieve gewichten van de verschillende investeringen en de verschuivingen daarvan in de tijd. In de grafiek met titel "Contributie van de verschillende investeringen aan het totale rendement over 2022 (%)" wordt de bijdrage van elk belang aan het totale rendement van Monolith getoond, dat gezamenlijk dus optelt tot -17,7%. Het bovenstaande resultaat is berekend op basis van de intrinsieke waarde per aandeel Monolith. Dat wil zeggen na aftrek van alle kosten.

Door het negatieve resultaat van de diverse effectenposities (dus de niet-fiscale deelnemingen) is in 2022 een deel van de reservering voor de belastingschuld weer vrijgevallen. Dit had in 2022 een positief effect van ca. 2% op het totale rendement.

Resultaat Monolith versus referentie-indices in de verslagperiode

Monolith kent geen benchmark. De investeringsstrategie leidt tot een sterk geconcentreerde portefeuille in smallcaps en laat ruimte voor een (tijdelijke) significante debetstand dan wel een grote kaspositie. Een vergelijking met een (Nederlandse, Duitse of Europese) aandelenindex is daarom niet opportuun. Om de prestaties van Monolith toch enigszins in perspectief te plaatsen, is in onderstaande tabel een tweetal referentie-indices aangehaald, die de algemene omstandigheden op de aandelenmarkten weergeven. Het rendement van Monolith kan als gevolg van de geconcentreerde portefeuille grote uitlagen laten zien. Het resultaat van Monolith is berekend op basis van de intrinsieke waarde (i.e. na aftrek van alle kosten, incl. belasting en prestatievergoeding).

MONOLITH VS. REFERENTIE INDICES	2022	GEANNUALISEERD SINDS START
MONOLITH	-17,7%	7,0%
EUROPESE LARGE CAPS¹	-10,1%	4,6%
EUROPESE SMALLCAPS²	-22,9%	5,5%

1. Stoxx Europe 600 Index; 2. EMIX European Smaller Co Index.
Beide op herbeleggingsbasis Bron: Monolith, Bloomberg

Het fondsrendement van -17,7% is in absolute zin teleurstellend; het was een slecht beleggingsjaar. In relatieve zin is het beeld positiever. Zoals gebruikelijk zullen we de behaalde rendementen hieronder in een breder perspectief plaatsen.

Het algehele beleggingsklimaat was ronduit slecht. De oorlog in Oekraïne, de stijgende inflatie en rente, de energiecrisis en, als gevolg hiervan, de dreiging van een recessie drukten vrijwel alle aandelenindices diep in het rood. De MSCI Wereld Index daalde met 18%. Zie hiervoor verderop in dit verslag 'Ontwikkeling effectenbeurzen'.

De belangrijkste oorzaak van de verschillen in rendementen tussen de diverse indices is de stijgende rente. Door de snel oplopende inflatie zagen Westerse centrale banken zich genoodzaakt om versneld de beleidsrentes te verhogen. De kapitaalmarktrentes volgden dit beeld. Zo is de rente op een Duitse 10-jaars staatsobligatie in 2022 gestegen van -0,2% naar 2,5%. Dit heeft afgelopen jaar een enorme negatieve invloed gehad op de waardering van de Groei-aandelen, die de laatste jaren juist extreem hard waren opgelopen, en veel minder op de Waarde-aandelen. Zodoende kreeg de

Amerikaanse Nasdaq, waarin veelal Groei-aandelen zitten, een klap van maar liefst 33% te verduren. In ons vorige jaarverslag hadden wij al gewezen op dit risico.

Dit effect verklaart ook voor een belangrijk deel het verschil in rendement tussen de large caps en small caps, vooral in Europa. Op ons continent is de weging van financiële waarden (banken en verzekeraars) en energie in de large cap indices historisch gezien hoog en deze sectoren vallen traditioneel gezien onder de Waarde-aandelen. De financiële waarden profiteerden van de stijgende rente, energie van de sterk gestegen olie- en vooral gasprijzen. Aan de andere kant zitten er juist in de small cap indices veel kleinere industriële bedrijven die veel last hebben van de hogere energieprijzen en daardoor dus bovengemiddeld werden afgestraft op de beurs.

Zodoende is er een groot verschil tussen de rendementen van onze 2 referentie-indices. De Stoxx Europe 600, een brede index voor Europese large caps, daalde 10,1% en de EMIX European Smaller Companies Index, een brede index voor Europese small caps, daalde 22,9%. In de VS zien we dat grote verschil niet terug, omdat de weging van Groei-aandelen in de large cap indices hoger is. Zo zakte de S&P 500 met 18% en de Russell 2000 met 20%.

De small caps in Europa hadden het dus moeilijk. In Duitsland, dat zwaar leunt op industriële bedrijven en op Russisch gas, daalde de small cap index (SDAX) met maar liefst 27%. De Nederlandse small cap index ASCX presteerde met een daling van 12% relatief goed, geholpen door het overnamebod op Accell.

Met uitzondering van (uiteraard) Rusland, deden emerging markets het afgelopen jaar goed. Brazilië en Indonesië profiteerden van de sterke stijging van grondstoffenprijzen.

Concluderend stellen wij vast dat Monolith ten opzichte van de brede Europese small cap index het afgelopen jaar redelijk goed heeft gepresteerd. Het is jammer dat het fonds niet volledig kon profiteren van de relatief sterke resultaten van de Waarde-aandelen. Zoals gezegd komt dit vooral door de large cap segmenten financiële waarden en energie, waar Monolith niet of nauwelijks in belegt.

Het negatieve rendement van 17,7% in 2022 heeft ook de resultaten van Monolith over een langere periode geraakt. Sinds de start van het fonds in 2006 bedraagt het totale rendement 197%, wat neerkomt op een samengesteld rendement van 7,0% per jaar. Daarmee blijft het iets onder de middellangetermijndoelstelling van ten minste 8% per jaar. Over de afgelopen 3 jaar was sprake van een samengesteld rendement van 5,8% per jaar en de afgelopen 5 jaar -0,6%.

MONOLITH N.V. VS REFERENTIE-INDICES SINDS START (PERIODE 31/10/06 - 31/12/22) GEÏNDEXEERD



1. Stoxx Europe 600 Index; 2. EMIX European Smaller Co Index. Beide op herbelegingsbasis **Bron: Bloomberg**

Bestemming resultaat

Op grond van het informatiememorandum van Monolith worden ontvangen dividenden en rente, evenals vermogenswinsten, in beginsel niet uitgekeerd maar geherinvesteerd. Het informatie-

memorandum is met het in liquidatie gaan van het fonds niet meer van toepassing. De directie zal aan de vergadering van aandeelhouders het voorstel doen om te besluiten over het boekjaar 2022 geen dividend uit te keren.

LIQUIDATIEBESLUIT

Beleggingsfonds Monolith N.V. wordt beëindigd

Op 3 oktober 2022 heeft de Beheerder na zorgvuldige afweging besloten om aan de aandeelhoudersvergadering van Monolith N.V. voor te stellen om de vennootschap te beëindigen, de onderliggende beleggingen van dit fonds te liquideren en het fondsvermogen zodra mogelijk aan de participanten terug te geven. Hetzelfde zal (overeenkomstig) gelden voor het feederfonds Monolith Stonehenge Coöperatief U.A. Wij hebben de participant altijd op de eerste plaats

gesteld en ons steeds ingezet om voor u de beste resultaten te behalen en hier transparant over te communiceren. Naar inschatting van de fondsbeheerder is liquidatie van het fonds thans in het beste belang van de participanten. Onderdeel van bovenstaande aankondiging was dat het fonds werd gesloten voor onttrekkingen en stortingen. Onttrekkingen uit het fonds die voor 3 oktober jl. reeds waren ingediend zijn volgens de normale procedure per 1 november 2022 afgewikkeld.

Door de gestage daling van het fondsvermogen is er onvoldoende basis om een professionele investeringsorganisatie in stand te houden, terwijl dit vereist is voor een prudent beheer van het vermogen. Ook maakt het afnemende fondsvermogen het steeds moeilijker om op adequate wijze invulling te geven aan de investeringsstrategie en om een gebalanceerde portefeuille in te richten mede rekening houdend met fiscaliteit en liquiditeit. Wij zien onvoldoende perspectief voor verbetering van deze situatie. De verwachting is dat de financiële markten in de komende jaren behoorlijk uitdagend blijven en dat wij moeilijk in staat zullen zijn om nieuw kapitaal aan te trekken. Wij hebben gemerkt dat de aanhoudende geopolitieke turbulentie voor onzekerheid bij beleggers zorgt en wij verwachten dat de hoge inflatie zal leiden tot hogere rentestanden met naar verwachting lagere aandelenkoersen als resultaat. Dit maakt dat de vergoeding voor het fondsbeheer blijvend onder druk staat. Wij vinden het niet passend om de beheervergoeding te verhogen, maar worden, mede door de hoge inflatie, wel geconfronteerd met sterk stijgende kosten. Gezien de beschreven situatie en het ontbrekende perspectief is aan de aandeelhoudersvergadering voorgesteld over te gaan tot een gecontroleerde liquidatie van het fonds. Op 26 oktober 2022 heeft de algemene vergadering van aandeelhouders van de vennootschap het besluit genomen Monolith N.V. per 2 december te ontbinden.

Ordelijke en zorgvuldige liquidatie is ingezet

Tijdens de aandeelhoudersvergadering is uitgebreid uitleg gegeven over het beoogde proces van liquidatie. De vereffenaar, voorheen de beheerder, zal voldoende tijd nemen om op een ordelijke en zorgvuldige manier de (soms substantiële) aandelenbelangen in de portefeuille te verkopen, waaronder

die in de (aflopende) deelnemingen Berentzen, Technotrans, Dr Hönle en Kendrion, danwel zijn aandelenposities (geheel of gedeeltelijk) “in natura” over te dragen aan zijn certificaathouders. Laatstgenoemde variant van de levering van aandelen in natura aan één of meerdere participanten is in het belang van de participanten omdat dit de liquidatiefase bespoedigt en zorgt voor een optimale opbrengst in het vereffeningproces. Eventuele leveringen in natura worden gedaan uit het illiquide deel van de aandelenportefeuille waarbij de te hanteren prijs, net als bij verkoop aan derden, marktconform zal zijn. Dat er certificaathouders zijn die bereid zijn de onderliggende activa als liquidatie-uitkering te accepteren zorgt ervoor dat er meer vrijgespeelde contanten overblijven voor de overige certificaathouders die juist de voorkeur hebben uitgesproken voor het ontvangen van liquidatie-uitkeringen in contanten.

Vanwege het illiquide karakter van een deel van de beleggingsportefeuille en de lange doorlooptijd van bijv. teruggaafverzoeken van buitenlandse bronbelasting en het verkrijgen van zekerheid over de Nederlandse vennootschapsbelastingpositie kan op voorhand niet worden aangegeven hoe lang het zal duren om het liquidatieproces geheel af te wikkelen. Op 2 december 2022 is het fonds gestart met het op een ordelijke en zorgvuldige wijze verkopen van haar aandelenposities. De opbrengst zal in tranches aan certificaathouders worden uitgekeerd. Het overdragen van (volledige of gedeeltelijke) aandelenposities aan certificaathouders is hierbij (op verzoek van de certificaathouder) mogelijk. Gedurende boven beschreven traject blijven wij als vanouds toegewijd aan het behartigen van het belang van certificaathouders. De RvC zal toezien op de afwikkeling van de liquidatie van Monolith.

INVESTERINGSKLIJMAAT

Russische inval in Oekraïne schokt de wereld

De belangrijkste gebeurtenis van het afgelopen jaar is waarschijnlijk de onverwachte aanval van Rusland op Oekraïne en de daaropvolgende oorlog. Na het eerste Russische offensief wist Oekraïne tegen de verwachtingen goed stand te houden en later zelfs terrein terug te winnen, mede door uitgebreide hulp van Europa en de VS in de vorm van financiering en militaire steun. De dreiging van een veel groter militair conflict, inclusief

het gebruik van nucleaire wapens, was (en is) reëel. De oorlog had diverse ingrijpende economische en geopolitieke gevolgen. In reactie op de economische sancties tegen Rusland draaide Poetin de gaskraan naar Europa langzamerhand dicht. Dit leidde tot een explosieve stijging van de gasprijs en een heuse energiecrisis met de dreiging van tekorten. Daarnaast kwam de export van graan, van uit Oekraïne (wereldwijd een grote producent), door de oorlog stil te liggen, met enorme prijsstijging als gevolg.

Op geopolitiek vlak hield China zich grotendeels afzijdig, wat de bestaande spanning tussen Oost en West verder verhoogde. China heeft nauwere banden met Rusland en ziet de oorlog in Oekraïne mogelijk als een test case voor de eigen plannen met Taiwan. Het bezoek van Nancy Pelosi, voorzitter van het Amerikaanse Huis van Afgevaardigden, aan Taiwan gooide wat dat betreft olie op het vuur.

Hoge inflatie drijft rentes op

Een andere kenmerkende ontwikkeling in 2022 was de sterke toename in de wereldwijde inflatie. Zowel in de VS als in Europa liep deze snel en fors op tot meer dan 10%. Niet alleen de eerdergenoemde prijzen van gas en graan stegen; vrijwel alle materialen en producten werden duurder, van staal tot andere metalen zoals lithium, van glas tot papier, van voeding tot drank. Eind 2021 waren de eerste tekenen van oplopende inflatie er overigens al, maar toen was het standpunt van de Centrale Banken dat de inflatie het gevolg was van verstoring in het aanbod als gevolg van de coronapandemie en het inhaaleffect na afloop van de coronapandemie en daarmee van tijdelijke aard. De oorlog in Oekraïne zette deze inschatting op losse schroeven. Op de top van de crisis stond de Europese gasprijs ruim acht keer hoger dan een jaar eerder. De hoge energiekosten vertaalden zich direct in een ongekennd hoge inflatie. Centrale banken zagen zich genoodzaakt om in te grijpen en de beleidsrentes versneld te verhogen, in eerste instantie met historisch grote stappen van 75 basispunten per vergadering. Vanaf maart bracht de Fed de bandbreedte voor de beleidsrente in zeven stappen van 0,0%-0,25% naar 4,25%-4,5%. De ECB was iets afwachtender en besloot pas in juli tot de eerste renteverhoging. In vier stappen werd de depositorente vervolgens van -0,5% verhoogd naar 2,0%. Een niveau dat voor het laatst werd gezien in 2009. De kapitaalmarktrentes volgden dit beeld. De rente op de Duitse 10-jaars obligaties steeg van -0,2% naar 2,5%, die van de VS van 1,5% naar 3,9%. Later in het jaar zakten de inflatiecijfers iets terug, maar de voorzitters van de Amerikaanse en Europese centrale bank lieten de financiële markten duidelijk weten dat de rentes ook in 2023 verder zullen stijgen in een poging het inflatiespook te bedwingen.

Naweeën corona zorgen voor verstoringen

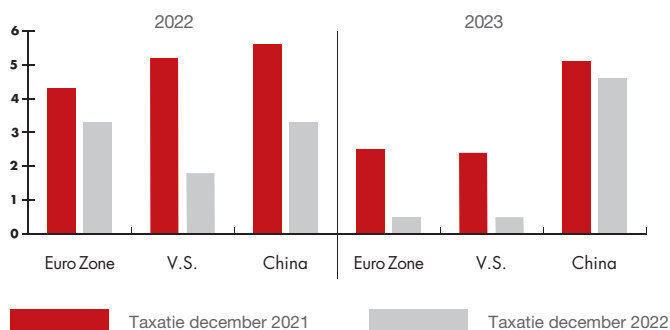
De directe effecten van de coronapandemie ebden gedurende het jaar weg. De lockdowns en andere beperkende maatregelen werden in het eerste kwartaal vrijwel allemaal opgeheven en de nieuwe virusvarianten bleken steeds minder ziekmakend. Indirect had corona echter nog steeds invloed op de wereld-

economie. Een hoog ziekteverzuim, logistieke verstoringen en het aanhoudend strenge Covid-beleid in China zorgden bij veel bedrijven voor kopzorgen.

Groeiverwachtingen sterk gereduceerd

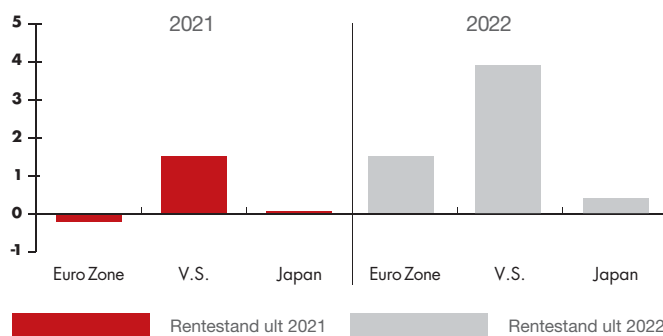
Als gevolg van alle bovengenoemde ontwikkelingen zijn de groeiverwachtingen voor de wereldeconomie fors gedaald. In december 2021 verwachtte de OECD een wereldwijde economische groei van 4,5% in 2022 en 3,2% in 2023. Een jaar later zijn die verwachtingen gezakt naar 3,1% resp. 2,2%. Het risico op een flinke recessie lijkt andermaal ontweken te worden door de nieuwe steunpakketten van overheden, vooral op het gebied van energiekosten. Toch zal de groei in de Eurozone en in de VS in 2023 naar verwachting vrijwel volledig tot stilstand komen. De onzekerheid omtrent de oorlog in Oekraïne heeft het vertrouwen van zowel consumenten als producenten aangetast, de hoge inflatie holt de koopkracht van de consument uit en de hogere rente en prijzen drukken op allerlei investeringsplannen.

VERWACHTING ECONOMISCHE GROEI (%)



Bron: IMF, World Economic Outlook

KAPITAALMARKTRENTRE (%)



Bron: Bloomberg

ONTWIKKELING EFFECTENBEURZEN

Meeste beleggingscategorieën beleven slecht jaar

Met uitzondering van het segment Grondstoffen beleefden alle beleggingscategorieën een slecht jaar. Vaak zijn obligaties een goede schuilplek op het moment dat aandelenmarkten slecht presteren, maar dat was in 2022 zeker niet het geval, omdat de rentes sterk opliepen in reactie op de hoge inflatie.

Forse correctie in Groei-aandelen

Bijna alle aandelenbeurzen noteerden afgelopen jaar een daling: de MSCI Wereld Index daalde 18%. Vooral de Groei-aandelen kregen flinke klappen naar aanleiding van de sterke stijging van de rente. Dit marktsegment, met technologie- en

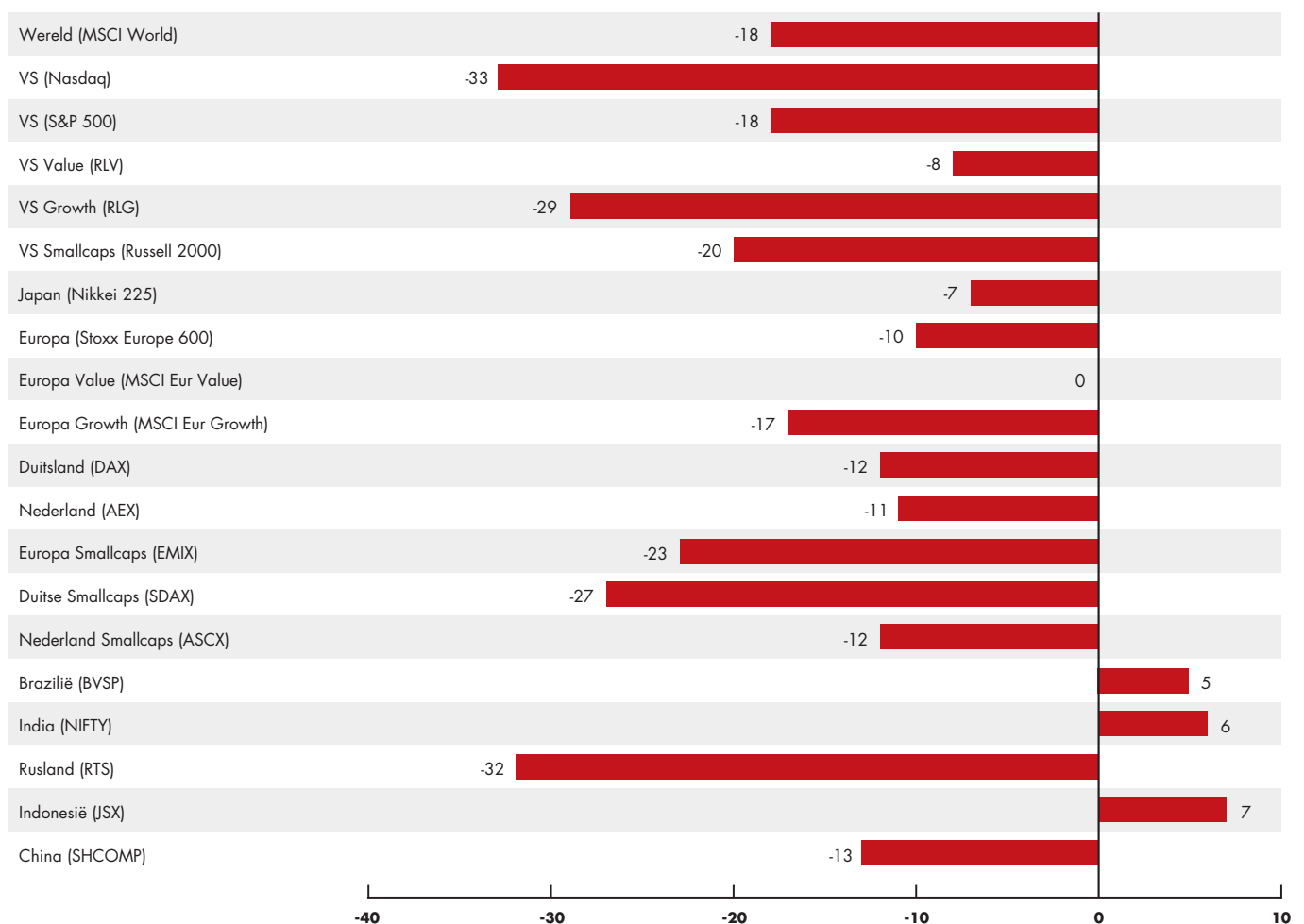
internetaandelen voorop, had de afgelopen jaren juist zeer goed gepresteerd, waardoor waarderingen tot extreme hoogte waren gestegen. Bedrijven als Tesla (-65%), Meta (Facebook, -64%), Amazon (-50%) en Alphabet (Google, -39%) corrigeerden flink. Energie- en grondstoffenaandelen deden het relatief goed vanwege de prijsstijgingen van vooral gas.

Forse verliezen op staatsobligaties

Net als in 2021 leidde een investering in staatsobligaties afgelopen jaar tot een verlies. Wereldwijd liepen de rentes snel op als gevolg van de hoge inflatie. Dat effect was in de VS groter dan in Europa. Binnen Europa liepen de zogenaamde

RENDEMENT AANDELENINDICES

Periode 31/12/2021 - 31/12/2022, in lokale valuta (in %)



Allen op herbeleggingsbasis Bron: Bloomberg

spreads tussen het noorden (m.n. Duitsland) en het zuiden (m.n. Italië) weer op. Ook Britse staatsobligaties daalden scherp in waarde, vooral nadat de nieuwe premier Truss nieuw economisch beleid lanceerde met een sterk oplopende staatsschuld. De financiële markten verloren snel het vertrouwen in de 'gilts'. Met het aantreden van Sunak, de vervanger van Truss, is het vertrouwen nog niet helemaal hersteld.

Beursgenoteerd vastgoed krijgt grote klap

Beursgenoteerd vastgoed was in 2022 de slechtst presterende beleggingscategorie. Ook hier is de sterk gestegen rente de schuldige. Vastgoedfondsen zijn vaak voor een belangrijk deel met schuld gefinancierd, die de komende jaren flink duurder zal gaan uitpakken. Daarnaast heeft de lagere economische groei natuurlijk impact op de bezettingsgraad en huurprijzen van het vastgoed.

Grondstoffen als enige categorie omhoog

Grondstoffen lieten als enige een stijging zien en waren dus de grote winnaar in 2022. Maar de verschillen binnen de categorie waren zoals gebruikelijk groot. Olie en de edelmetalen eindigden het jaar min of meer gelijk qua prijs (in dollars, zie verderop), maar vooral gas en de agri-commodities werden fors duurder gedurende het jaar.

Amerikaanse dollar is King

De Amerikaanse dollar is in 2022 gestegen in waarde t.o.v. veel andere valuta. Versus de euro was dit bijvoorbeeld 6%. Gedurende het jaar was dit zelfs even 15% toen pariteit werd aangetikt tussen de twee belangrijke munten. De reden voor de stijging van de dollar ligt grotendeels in de rente. De Amerikaanse centrale bank liep voorop met het verhogen van de beleidsrentes.

AANDELEN VS ANDERE BELEGGINGSCATEGORIËN

(periode 31/12/2020 - 31/12/2021) geïndexeerd



1. MSCI World Index; 2. S&P Goldman Sachs Commodity Index; 3. FTSE EPRA/NAREIT Europe Index; 4. iBoxx Euro Sovereign Index; 5. iBoxx Euro Corporate Index; 6. iBoxx Euro High Yield Index: Allen op herbeleggingsbasis Bron: Bloomberg

INVESTERINGSSTRATEGIE

Monolith heeft tot aan de start van de liquidatie van het fonds op 2 december 2022 een (onveranderde) investeringsstrategie gehanteerd, die als volgt was samen te vatten:

- De portefeuille bestaat grotendeels uit een beperkt aantal investeringen die een belang in een smallcap-onderneming vertegenwoordigen van circa 3% tot 15%. De portefeuille is aldus als ‘geconcentreerd’ te beschouwen;
- Deze belangen worden genomen in bedrijven waar, naar het oordeel van de directie, sprake is van een lage beurswaarde(ring) die geen of onvoldoende recht doet aan de werkelijke onderliggende waarde van de onderneming;
- Het oogmerk van het nemen van deze belangen is om,

- mogelijk in actieve en constructieve dialoog met de ondernemingsleiding, de redenen voor de onderwaardering bloot te leggen, weg te nemen en uiteindelijk de ‘verborgen’ waarde te realiseren. Daar waar nodig en mogelijk, wordt samenwerking gezocht met andere invloedrijke aandeelhouders;
- In de dagelijkse uitvoering heeft de directie een flexibele aanpak. Zo mag Monolith onder meer een aanzienlijk percentage van de netto vermogenswaarde (in beginsel maximaal 25%) aan vreemd vermogen aantrekken.

Met deze strategie ambieerde Monolith om voor haar aandeelhouders op de middellange termijn (3 tot 5 jaar) een rendement (‘total return’) van gemiddeld meer dan 8% per jaar te behalen.

WIJZE VAN VEREFFENING EN LIQUIDATIEPROCES

Op de Algemene vergadering van Aandeelhouders (AvA) van Monolith NV op 26 oktober 2022 is het besluit genomen dat het fonds op 2 december 2022 in liquidatie zal gaan. Op deze vergadering is tevens uitgebreid stilgestaan bij de wijze van vereffening die in de plaats is gekomen van de bovengenoemde investeringsstrategie.

De investeringsportefeuille zal zo lang worden aangehouden als noodzakelijk geacht om de waarde voor de aandeelhouders zo veel mogelijk in stand te houden. Daartoe zal er ruimte in de tijd worden genomen om de investeringsportefeuille van Monolith te gelde te maken. Dit heeft te maken met het specifieke liquiditeitsprofiel van de portefeuille. Daarin zitten vooral illiquide small- en microcaps. Een portefeuille van zeer liquide largecaps zou in enkele dagen verkocht kunnen worden, terwijl voor illiquide small- en microcaps een veel ruimere periode nodig is. Voorkomen dient te worden dat door een te snelle liquidatie een onaanvaardbaar groot drukkend effect op de beurskoersen van de ondernemingen in portefeuille wordt gelegd door geforceerde verkopen of door manipulatie van speculanten die bekend zijn met de liquidatie en de portefeuillenamen, hetgeen grote negatieve gevolgen kan hebben voor de aandeelhouders van het fonds. Kortom: om een zo gunstig mogelijke opbrengst te realiseren zal de investeringsportefeuille niet op korte termijn kunnen worden geliquideerd.

Het bovenliggende uitgangspunt is dat het belang van participanten als groep en individueel zo goed mogelijk behartigd wordt. Ten behoeve daarvan wordt gestreefd naar een adequate verkoopopbrengst van de aandelen in portefeuille, een effectieve afwikkeling van de vereffening (voor wat betreft de hiermee gepaard gaande inspanningen, kosten en de tijd tot de finale liquidatie) en het minimaliseren van administratieve en fiscale lasten. Waar nodig wordt de balans gezocht tussen deze elementen.

Het investeringsbeleid van Monolith is als gevolg van het ontbindingsbesluit vervallen, omdat vanaf 2 december 2022 het beleid gericht is op vereffening (liquidatie) van de activa en passiva van Monolith. Het liquidatiebeleid is in nauwe samenwerking met de Raad van Advies uitgewerkt. Voor het liquidatieproces moet onderscheid worden gemaakt tussen verschillende onderdelen van de beleggingsportefeuille van Monolith, namelijk liquide beleggingen, resp. illiquide beleggingen. Voorbeelden van liquide beleggingen in de portefeuille zijn: Arcadis, GFT Technologies en Solar. Voorbeelden van illiquide beleggingen zijn: Berentzen, Dr. Hönle, Ringmetall en Technotrans. Het liquidatieproces is als volgt samen te vatten:

- Liquide aandelen zullen naar verwachting binnen afzienbare tijd via de beurs aan derden worden verkocht.
- Voor illiquide aandelen zijn er in de basis 4 opties:
 - Verkoop via de beurs,
 - Verkoop van blokken aan derden,

-
- Levering van blokken aan certificaathouders Monolith ('in natura'),
 - Een uiterste en onwaarschijnlijke optie is het op initiatief van de vereffenaar overdragen van aandelen aan certificaathouders (als uitkering in natura).
 - Bij het liquidatieproces is de marktprijs (op de beurs) van de aandelen richtinggevend, behalve wanneer deze duidelijk is verstoord, bijvoorbeeld door agressieve kopers of verkopers.
 - Voor het verkopen van relatief grote blokken (zowel via de beurs als in natura) tegen een relatief grote discount t.o.v. de geldende beurskoers wordt vooraf advies gevraagd aan het zogenaamde 'Pricing Committee', bestaande uit een lid van de Raad van Advies en een lid van de Raad van Commissarissen.
 - De opbrengsten uit de verkoop van aandelen zullen zo spoedig mogelijk aan aandeelhouders worden uitgekeerd. De uitkeringen zullen naar verwachting in enkele tranches plaatsvinden.
 - Bij het bepalen van de grootte van iedere tranche zal MIM rekening houden met te verwachten nog te betalen bedragen in verband met belastinglatenties, voorzieningen en kosten van het fonds.
 - Op (tussentijdse) liquidatie-uitkeringen aan certificaathouders van Monolith zal, indien bij wet vereist, 15% dividendbelasting worden ingehouden en door Monolith worden afgedragen aan de Nederlandse belastingdienst.
-

PORTEFEUILLESTRUCTUUR EN INVESTERINGS- EN LIQUIDATIEBELEID

Monolith is het jaar 2022 begonnen met een netto vermogenswaarde van € 46,5 mln., waarbij er een kaspositie was van ca. 13%. De stortingen en onttrekkingen op de transactiedagen in de verslagperiode resulteerden per saldo in vermindering van € 6,2 mln. van het kapitaal. Om aan de inkoop van aandelen te kunnen voldoen is voor in totaal (netto) € 10,7 mln. aan investeringen verkocht. Per jaar ultimo bedroeg de nettovermogenswaarde € 32,1 mln., waarbij de kaspositie € 10,6 mln. bedroeg, ofwel 33% van de netto vermogenswaarde. Deze hoge waarde is voornamelijk het gevolg van het besluit tot liquidatie van het fonds per 2 december 2022 en een aantal daaruit voortvloeiende grote verkooptransacties aan het eind van het jaar.

In verband met de liquidatie van het fonds willen wij hier naast de kaspositie ook de creditstand noemen. De reden hiervoor is dat door de transitie van het fonds naar de liquidatiefase (veel van) de belastinglatenties op de verschillende effecten (lees: die posities die geen fiscale deelneming zijn) en enkele voorzieningen acuut zijn geworden of op korte termijn gaan worden en daarmee binnen afzienbare tijd betaalbaar zullen gaan worden. Een creditstand geeft ons inziens een beter inzicht in de omvang van de uit te keren liquide middelen per tranche. Per jaar ultimo bedroeg de creditstand € 8,4 mln., ofwel 26% van de netto vermogenswaarde.

Gedurende het verslagjaar is het aantal ondernemingen in portefeuille afgenomen van 10 naar 8. Gedurende het jaar is één van de 2 investeringen in opbouw verkocht, nadat na verder marktonderzoek en gesprekken met het management onze overtuiging op de casus helaas verdwenen was.

Gedurende het jaar zijn diverse posities afgebouwd om te voldoen aan de uittredingsverzoeken, vooral in Solar en Kendrion, en om geld vrij te maken voor nieuwe aankopen (zie hieronder). Na de start van de liquidatie op 2 december 2022 hebben we vervolgens een aantal grote verkooptransacties gedaan. De posities van GFT Technologies, Arcadis en Acomo zijn significant afgebouwd. Daarnaast is de positie in Berentzen richting het einde van het boekjaar in zijn geheel verkocht. Wij zijn tevreden over deze laatste transactie. Op het moment van verkoop hadden wij nog een relatief groot kapitaalbelang van bijna 4% en het aandeel Berentzen was één van de meest illiquide in portefeuille. Het is erg fijn dat we de positie zo snel in één transactie hebben kunnen verkopen aan een tegenpartij uit ons eigen netwerk. Dit is gedaan tegen een marktconforme prijs, met een beperkte afslag t.o.v. de gemiddelde koers van het aandeel van de voorafgaande dagen. Na de verkoop hebben we een melding bij de Duitse beurstoezichthouder gedaan.

Aan de koopzijde hebben we gedurende het jaar onze positie in Ringmetall, een investering die in ons vorige jaarverslag nog in opbouw was en dus nog niet bij naam bekend was, uitgebouwd. Die opbouw is uiteraard gestaakt na het besluit tot liquidatie. Verderop in dit directieverslag onder 'Ontwikkelingen per onderneming' vindt u meer informatie over Ringmetall.

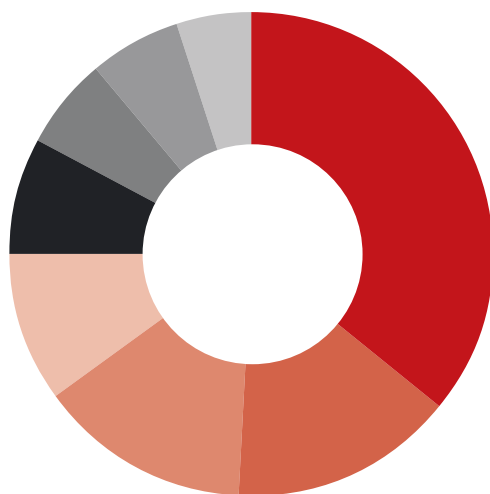
De procentuele verdeling van de netto vermogenswaarde ziet u in de bijgaande grafiek. In voorgaande jaarverslagen stond in deze grafiek de verdeling van de aandelenportefeuille, maar vanwege de hoge creditstand geeft dit overzicht ons inziens

een relevanter beeld. De positie in Technotrans, met een kapitaalbelang van 5% een fiscale deelneming, was gedurende het hele jaar verreweg de grootste binnen de portefeuille. Per jaar ultimo bedroeg het gewicht van Technotrans als percentage van de nettovermogenswaarde ca. 27%. In oktober bereikten wij de jaarstermijn waarop wij het 5%-belang meer dan 1 jaar in bezit hadden. Dit geeft recht op een zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling, waarbij koerswinsten en dividenden voor een periode van 3 jaar belastingvrij zijn. Na dit moment hebben wij licht van onze positie afgeschaafd, waardoor wij ook hier een melding aan de Duitse toezichthouder hebben moeten doen dat ons belang onder de 5% is gezakt.

Ondanks de bovengenoemde verkopen in Arcadis was de weging per jaar ultimo 11%. Vanwege de aankopen en een relatief goede koersontwikkeling in 2022 was Ringmetall de 3e grootste positie in de portefeuille met een weging van 10%. Nederlandse, Duitse en Scandinavische ondernemingen zijn nu goed voor respectievelijk circa 26%, 66% en 8% van de aandelenportefeuille.

MONOLITH: VERDELING VAN DE AANDELENPORTEFEUILLE

(per 31/12/2022)



■ Technotrans (DE) ----- 36%	■ Solar (DEN) ----- 8%
■ Arcadis (NL) ----- 15%	■ Kendrion (NL) ----- 6%
■ Ringmetall (DE) ----- 14%	■ GFT Technologies (DE) ----- 6%
■ Dr Hönle (DE) ----- 10%	■ Acomo (NL) ----- 5%

NL: Nederland; DEN: Denemarken; DE: Duitsland

Het percentage fiscale deelnemingen (inclusief aflopende deelnemingen) in de portefeuille is gedurende het jaar afgenomen. De aflopende deelnemingsvrijstellingen in Kendrion en Dr. Hönle bereikten hun maximale looptijd van 3 jaar en liepen daarmee af in augustus resp. september. Het gehele belang in Berentzen (waarop we een aflopende deelnemingsvrijstelling hadden) is in december verkocht. Zodoende is alleen het belang in Technotrans nog een (aflopende) deelneming.

In eerdere jaarverslagen schreven wij dat de goede resultaten van diverse effectenposities (dus: niet-deelnemingen) tot een reservering voor een belastingschuld hebben geleid, die destijds drukte op het rendement van het fonds. Door de koersverliezen op deze posities in 2022 is deze voorziening in het afgelopen jaar weer gedaald. Dit heeft daardoor een positief effect gehad op het totale rendement van het fonds.

Activiteiten gedurende het jaar

Onze activiteiten gedurende het jaar richtten zich in eerste instantie op de twee nieuwe posities die in opbouw waren. Middels marktonderzoek en ontmoetingen met het management hebben wij de investeringscasus verder uitgewerkt. Zoals eerder vermeld heeft dat ertoe geleid dat we van één positie afscheid hebben genomen en één positie, Ringmetall, verder hebben uitgebouwd.

Daarnaast hebben we veel tijd besteed aan Dr. Hönle. Zoals u in onze maandberichten heeft kunnen lezen, vonden wij zowel de operationele prestaties als de ontwikkelingen op het gebied van de governance zorgwekkend. Wij hebben diepgaand onderzoek gedaan naar de twee probleemsegmenten van Dr. Hönle, te weten Kleefstoffen (Panacol) en Kwartsglas (Raesch). We werden al snel door de realiteit ingehaald; de sterk gestegen gasprijzen hebben tot forse verliezen bij Raesch geleid en uiteindelijk de verkoop ingeluid. Op het gebied van governance hebben we regelmatig contact gehad met de voorzitter van de RvC en met andere aandeelhouders, wat uiteindelijk tot flinke wijzigingen in zowel RvB als RvC heeft geleid. De twee probleem segmenten zijn hiermee geadresseerd.

De laatste maanden van het jaar stonden uiteraard in het teken van de voorgenomen liquidatie van het fonds. De operationele, administratieve en juridische voorbereidingen hebben veel tijd van de organisatie gevraagd. Meer informatie hierover leest u in het hoofdstuk 'Structuur en organisatie Monolith'.

“Global Compact” principes

Maatschappelijk verantwoord ondernemen neemt in zijn algemeenheid een steeds belangrijker plaats in. Het belang hiervan in de beleggingswereld heeft in de afgelopen 2 jaar een enorme vlucht genomen. Monolith heeft in het algemeen altijd een streng proces gevolgd om ondernemingen te selecteren voor opname in de portefeuille. Monolith wil tevens graag een bijdrage leveren aan een betere maatschappij en is van mening dat het behaalde rendement op een verantwoorde wijze tot stand moet komen, met voldoende aandacht voor ten minste drie gebieden: milieu, maatschappij en goed ondernemingsbestuur, ook wel aangeduid als ESG-factoren (environmental, social and governance). Monolith hanteerde als ondergrens in het selectieproces de internationaal gedeelde normen en waarden waaraan bedrijven zouden moeten voldoen, zoals beschreven in de tien Global Compact principes van de Verenigde Naties (VN). De Global Compact principes vormen een internationaal erkend en breed gedragen normenkader voor ondernemingen en omvatten de thema's mensenrechten, arbeidsomstandigheden, milieu en anti-corruptie. De Global Compact principes zijn gebaseerd op internationale standaarden en conventies, waaronder de Universele Verklaring van de Rechten van de Mens van de Verenigde Naties; de Verklaring Betreffende de Fundamentele Principes en Rechten op het Werk van de Internationale Arbeidsorganisatie; de Verklaring van Rio Inzake Milieu en Ontwikkeling; en de Verenigde Naties Conventie tegen Corruptie. De Global Compact principes stellen dat ondernemingen zich moeten houden aan de volgende basisregels:

- **Mensenrechten**

1. Bedrijven moeten de bescherming van internationaal uitgevaardigde mensenrechten ondersteunen en respecteren, en

2. ervoor zorgen dat zij niet medeplichtig zijn aan mensenrechtenschendingen.

- **Arbeidsrechten**

3. Bedrijven moeten de vrijheid van vakvereniging erkennen en het recht op collectieve onderhandelingen handhaven, evenals
4. het uitbannen van alle vormen van verplichte en gedwongen arbeid:
5. de effectieve afschaffing van kinderarbeid, en
6. de bestrijding van discriminatie in arbeid en beroep.

- **Milieu**

7. Bedrijven moeten voorzorg betrachten bij het belasten van het milieu,
8. initiatieven ondernemen om een groter milieubewustzijn te bevorderen, en
9. de ontwikkeling en de verspreiding van milieuvriendelijke technologieën stimuleren.

- **Anti-corruptie**

10. Bedrijven moeten elke vorm van corruptie tegengaan, inclusief afpersing en omkoping.

Monolith wenst via haar investeringen niet betrokken te zijn bij ernstige schendingen van internationaal erkende normen. Derhalve verwacht Monolith dat de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd, voldoen aan de Global Compact principes zoals hierboven beschreven.

Ook in het afgelopen boekjaar zijn de investeringen van Monolith alsmede de ondernemingen die op de shortlist stonden, op kwartaalbasis onderzocht op naleving van de Global Compact principes. Deze screening is uitgevoerd door Sustainalytics, een gespecialiseerd onderzoeksbureau. Aan het einde van het directieverslag is een verklaring opgenomen van Sustainalytics waarin de resultaten van deze screening worden weergegeven.

ACTIEF OMGAAN MET DE INVESTERINGEN

Het investeringsbeleid van Monolith is voor het grootste gedeelte van 2022 hetzelfde geweest als in voorgaande jaren. Met het besluit tot liquidatie per 2 december is dit investeringsbeleid echter vervangen door een liquidatiebeleid. Zie hiervoor de eerdere omschrijving van het liquidatiebeleid. Deze paragraaf 'Actief omgaan met de investeringen' behandelt vooral het investeringsbeleid van Monolith zoals dat gehanteerd is

tot aan 2 december. Binnen de huidige liquidatiefase van het fonds past de beschrijving van de aanpak en de activiteiten rond het actief aandeelhouderschap maar zeer beperkt.

Binnen het investeringsbeleid hanteerde Monolith een 'value-with-a-catalyst'- aanpak. Op basis van uitvoerig onderzoek selecteerden wij ondernemingen waarvan de beurswaarde

aanzienlijk lager was dan de door ons ingeschatte onderliggende waarde. In nagenoeg alle gevallen hadden bij die ondernemingen bepaalde ontwikkelingen/veranderingen plaats gevonden, of zouden die – in meer of mindere mate – plaats hebben moeten vinden om de ‘verborgen waarde’ op termijn aan de oppervlakte te brengen. Ten aanzien van de ontwikkelingen of veranderingen die plaats (moesten) vinden, speelde Monolith als (grotere) aandeelhouder een actieve rol met nauw contact met de onderneming. Dit gebeurde veelal door middel van een private dialoog en samenwerking tussen zowel de aandeelhouders onderling als met de ondernemingsleiding. Op basis van onze reputatie en langetermijnvisie zagen de ondernemingen ons als een betrouwbare partner in het waardecreërende proces. In een enkel geval stond het management van een onderneming echter niet open voor onze suggesties. In die gevallen zochten wij, om onze invloed te vergroten, steun bij bijvoorbeeld medeaandeelhouders.

Ontwikkelingen in de verslagperiode

Ten aanzien van een aantal ondernemingen in onze portefeuille zijn er in het afgelopen boekjaar op het vlak van actief aandeelhouderschap verschillende relevante inspanningen van ons geweest alsmede ontwikkelingen als gevolg daarvan. Wij hebben ons, voor wat betreft het onderwerp van actief aandeelhouderschap, vooral bezig gehouden met Dr. Hönle en Ringmetall. Hieronder beschrijven wij per onderneming kort wat onze inspanningen zijn geweest alsmede de resultaten daarvan.

Dr. Hönle

In het vorige jaarverslag schreven wij hier al dat wij ontevreden waren over het voorgestelde beloningspakket van de Raad van Bestuur. In het afgelopen jaar kreeg deze discussie een vervelend gevolg. De RvC heeft namelijk over het laatste boekjaar van Dr. Hönle aan de leden van de Raad van Bestuur een flinke bonus toegekend, ondanks dat de onderneming een fors nettoverlies heeft geleden en de bonus volgens de eigen beloningsregels gebaseerd wordt op die nettowinst. De RvC beargumenteerde dat voor de vaststelling van de bonus een correctie op de winst gerechtvaardigd is voor de afschrijvingen op het onderdeel Raesch, omdat die afschrijvingen niet van operationele aard zouden zijn. Daar waren wij het fundamenteel niet mee eens, omdat de afschrijvingen juist een gevolg waren van de jarenlange, zwakke operationele prestaties van dit onderdeel. Daarnaast vonden wij het betalen van zo'n bonus in een nogal teleurstellend jaar van weinig zelfreflectie getuigen. Daarom hebben wij tegen décharge

voor de Raad van Commissarissen gestemd en ons standpunt in een brief aan de onderneming uitgelegd. Hoewel de aandeelhoudersvergadering uiteindelijk alle voorstellen heeft goedgekeurd, bleek uit onze gesprekken met andere aandeelhouders dat de onvrede over het bestuur van Dr. Hönle wel degelijk is gegroeid. Dat bleek bijv. tijdens de opbouwend kritisch ingestoken introductie van Dhr. Friedrichsen, die namens grootaandeelhouder Peter Möhrle Holding een zetel in de RvC heeft gekregen (en die wij hebben gesteund). Daarnaast zei de huidige voorzitter van de RvC, prof. dr. Karl Hönle, dat die AvA zijn laatste zou zijn, wat dus duidde op een aanstaande vervanging. Wij hebben regelmatig contact gehad met prof. Hönle en Peter Möhrle Holding om te discussiëren over dit proces. De druk nam vervolgens zodanig toe dat Dr. Hönle enkele wijzigingen in de RvB aankondigde. Allereerst moest de heer Runge, tot dan toe verantwoordelijk voor sales & marketing, per direct vertrekken. Daarnaast kwam er een officiële CEO-rol, een functie die tot dan toe niet bestond bij de onderneming, die verantwoordelijk wordt voor strategie en voor sales & marketing. De heer Haimerl, huidig lid van de RvB, kreeg die functie. Hoewel ons dat enigszins verbaasde, heeft hij sindsdien in ieder geval de verkoop van het verlieslatende onderdeel Raesch aangekondigd. Het waren de eerste stappen in een broodnodig veranderings- en verbeteringstraject bij Dr. Hönle.

Ringmetall

Bij deze relatief nieuwe investering binnen de portefeuille hebben wij een goede relatie met het management opgebouwd. Een van de door ons gewenste veranderingen bij het bedrijf betrof de verkoop van het onderdeel Industrial Handling, dat ons inziens niet paste binnen de focus van de groep op de productie van onderdelen van verpakkingssystemen. Wij hebben in diverse gesprekken met de onderneming aangedrongen op de verkoop van dit onderdeel. Uiteindelijk kondigde Ringmetall inderdaad aan een officieel verkoopproces voor Industrial Handling te zijn gestart. Met de opbrengst kan Ringmetall nieuwe acquisities doen in de kernsegmenten Rings en Inliners.

Als institutionele investeerder is Monolith op grond van de jaarverslagwetgeving verplicht te rapporteren over het door haar gevoerde stembeleid bij de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Veel institutionele beleggers maken in dat kader een overzicht per onderneming met daarin de wijze waarop is gestemd op de AvA. Aangezien wij onze invloed

voornamelijk op informele wijze uitoefenen en de formele AvA veel minder van belang achten, hebben wij geen overzicht opgenomen per onderneming met ons ‘stemgedrag’ op de AvA. Daarbij geldt dat wij in de regel vóór stemmen, aangezien de belangrijke zaken doorgaans al vooraf zijn kortgesloten.

Belangrijker vinden wij het om per onderneming uitgebreid verslag te doen van alle activiteiten die wij – voornamelijk buiten de AvA – hebben ondernomen. De voorgaande verslagen van de ontwikkelingen bij de individuele ondernemingen vormen hiervan een goede illustratie.

ONTWIKKELINGEN PER ONDERNEMING

In deze paragraaf komen de ontwikkelingen per onderneming in portefeuille aan bod. Hierbij dient ook weer in ogenschouw te worden genomen dat het fonds per 2 december in liquidatie is gegaan. Veel informatie in de ondernemingsprofielen is gebaseerd op het investeringsbeleid dat Monolith voerde tot aan 2 december, zoals het kader met o.a. de grondgedachten achter de investering en de katalysatoren die een herwaardering van het aandeel naar verwachting bespoedigen, de beschrijving van de ontwikkelingen in het afgelopen jaar en de vooruitzichten, inclusief de tabellen. Aangezien wij dit investeringsbeleid voor het grootste deel van het afgelopen jaar hebben gevoerd, laten wij dit allemaal nog een keer de revue passeren. Het huidige liquidatiebeleid, dat wij sinds 2 december voeren, maakt echter geen gebruik meer van deze informatie. Zie hiervoor ook de eerdere omschrijving van het liquidatiebeleid.

Per onderneming is een tabel opgenomen met financiële kenmerken van de betreffende onderneming. Voor iedere onderneming bevat de tabel andere kengetallen of maatstaven, waarbij juist die karakteristieken die wij relevant achten voor de betreffende onderneming getoond worden. De focus ligt vooral op de ontwikkeling van de winst, de balans en de kasstroom van de onderneming. De cijfers van de gerealiseerde jaren komen voort uit de officiële ondernemingsrapportages. Voor de jaren die in de toekomst liggen worden onze eigen taxaties gebruikt. Een puntschatting geven van prospectieve winstcijfers is buitengewoon lastig, zo niet gewoonweg onmogelijk, zeker voor de wat kortere termijn. Wanneer en in welke mate de economische groei weer aantrekt is daarvoor een belangrijke inputvariabele. Bandbreedtes of ‘ranges’ zijn in dat geval nuttiger dan puntschattingen. Voor een toelichting op de gebruikte afkortingen en termen verwijzen wij naar een overzicht op de volgende pagina.

AFKORTING	TOELICHTING
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes; de winst voor aftrek van rentelasten en belastingen. Hiermee wordt de operationele winst van een onderneming bedoeld (het bedrijfsresultaat).
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation; de winst voor aftrek van rentelasten, belastingen, afschrijvingen op materiële vaste activa en goodwill-amortisatie (het bruto bedrijfsresultaat).
EV / EBITDA	Enterprise Value / EBITDA is een waarderingsmaatstaf waarbij gecorrigeerd wordt voor de financieringsstructuur van een onderneming. De Enterprise Value wordt berekend door de marktkapitalisatie en de Netto schuld bij elkaar op de tellen.
DIVIDENDEDEKKING	De mate waarin een onderneming haar dividend kan betalen uit de eigen vrije geldstroom.
FCF%	Free Cash Flow Yield; vrije kasstroom rendement: vrije geldstroom / beurswaarde.
FREE CASH FLOW	De 'vrije geldstroom' is het verschil tussen alle geldinkomsten die voortkomen uit de bedrijfsactiviteiten en alle gelduitgaven en investeringen die noodzakelijk zijn om de bedrijfsactiviteiten uit te voeren. De 'free cash flow' is de 'cash flow' die niet nodig is om de onderneming te financieren en dit is dus de 'cash flow' die ter beschikking staat van alle verstrekkers van kapitaal, zowel vreemd vermogen verschaffers als aandeelhouders.
KOERS-WINSTVERHOUDING; KOERS-BOEKWAARDEVERHOUDING	Waarderingsmaatstaven. Deze ratio's zeggen iets over de huidige waardering van een onderneming ten opzichte van het verleden alsmede sectorgenoten.
LIQUIDITEIT	De mate waarin de onderneming in staat is, op korte(re) termijn, aan haar betalingsverplichtingen te voldoen: Beschikbare kasmiddelen, kredietfaciliteiten en soms ook vlottende activa afgezet tegenover lopende kosten en/of aflossingsverplichtingen.
MARKTKAPITALISATIE	Beurswaarde: aantal uitstaande aandelen vermenigvuldigd met de beurskoers.
NETTO SCHULD / EBITDA	Een maatstaf voor de terugbetalingstijd van een schuld. De ratio beschrijft in welke mate een onderneming in staat is te voldoen aan afbetalingsverplichtingen en rentebetalingen: Rentedragende schuld / EBITDA. Kredietverstrekkers gebruiken deze ratio vaak in convenanten van leningovereenkomsten.
PAY OUT %	Het percentage van de netto winst dat aan dividend wordt uitgekeerd aan aandeelhouders.
RENTEDEKKING	De mate waarin een bedrijf uit de operationele winst aan zijn renteverplichtingen kan voldoen (EBIT / Saldo betaalde financieringslasten).
ROI %	Rendement op het geïnvesteerde vermogen waarbij de in het verleden betaalde goodwill die direct ten laste van het eigen vermogen is geboekt alsmede impairments op de geactiveerde goodwill bij het geïnvesteerde vermogen zijn opgeteld.
SOLVABILITEIT	De mate waarin de onderneming in staat is, op lange termijn, aan haar financiële verplichtingen te voldoen: Eigen vermogen / Totaal vermogen.
WPA	Winst Per Aandeel.

NIEUWE NAAM LEIDT NOG NIET TOT NIEUW ELAN

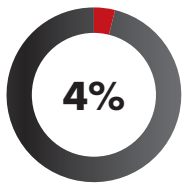
Amsterdam Commodities heeft in 2022 zijn naam officieel gewijzigd in ACOMO. Het was tevens het eerste volledige jaar waarin de nieuwe CEO Kathy Fortmann actief was. Tot grote strategische of operationele veranderingen heeft het helaas nog niet geleid. Acomo wist weliswaar het resultaat verder te verbeteren t.o.v. 2021, maar vooral het eind 2020 geacquireerde Tradin Organic stelde teleur met een onderliggende daling van het operationeel resultaat, ondanks een 16% hogere omzet. De belofte van een beter groeiprofiel is daarmee nog niet ingelost. Door de sterk gestegen prijzen van de verhandelde commodities is ook het beslag op het werkkapitaal sterk toegenomen, en zodoende ook de schuldpositie. Het was dan ook verrassend dat Acomo bij de halfjaarcijfers alweer een interim-dividend uitkeerde en zo een van de belangrijkste pijlers onder het aandeel stutte. Met een totaalrendement van -19% in 2022 presteerde Acomo grofweg in lijn met de Europese small cap index.

Acomo zal over 2022 naar verwachting een verdere verbetering van de resultaten realiseren. Gegeven de vele bewegende delen op het gebied van geopolitiek, van prijzen en beschikbaarheid van producten en van logistieke uitdagingen vinden wij dat andermaal een knappe prestatie. Het bedrijf moest opboksen tegen een moeilijke vergelijkingsbasis; de resultaten van vorig jaar waren erg sterk, met name door een fantastisch resultaat bij het segment Specerijen & Noten. In 2022 daalde de operationele winst (EBIT) hier inderdaad, maar de andere segmenten wisten

dit ruimschoots te compenseren door te profiteren van de voor Acomo gunstige inflatoire omgeving. De diversificatie van Acomo doet wat dat betreft ook duidelijk het werk. Met name Eetbare Zaden deed het uitstekend, met een omzetgroei van bijna 20% en een forse margestijging. Vooral de Noord-Amerikaanse dochter Red River Commodities zag de verkopen van diverse zonnebloemzaad-gerelateerde producten stijgen. Het segment Thee behaalde het beste resultaat in jaren, ondanks de enorm volatiele marktomstandigheden in bijvoorbeeld Sri Lanka.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

ACOMO	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	701,4	707,4	1254,4	1414,4	1462,1	1511,4
EBITDA	55,6	49,9	104,8	111,6	115,4	119,3
EBIT	46,7	39,8	80,2	92,8	96,6	100,5
WPA	1,30	1,09	1,82	2,09	2,12	2,23
MARKTKAPITALISATIE	512	515	737	563	563	563
NETTOSCHULD	68	291	348	375	350	307
KOERS-WINSTVERHOUDING	15,9	19,1	13,6	9,1	9,0	8,5
EV / EBITDA	10,4	16,1	10,4	8,4	7,9	7,3
DIVIDENDRENDEMENT	5,3%	1,9%	2,4%	6,3%	6,8%	7,4%
NETTOSCHULD / EBITDA	1,2	5,8	3,3	3,4	3,0	2,6
ROI %	12,5%	5,2%	8,5%	9,1%	9,5%	10,1%

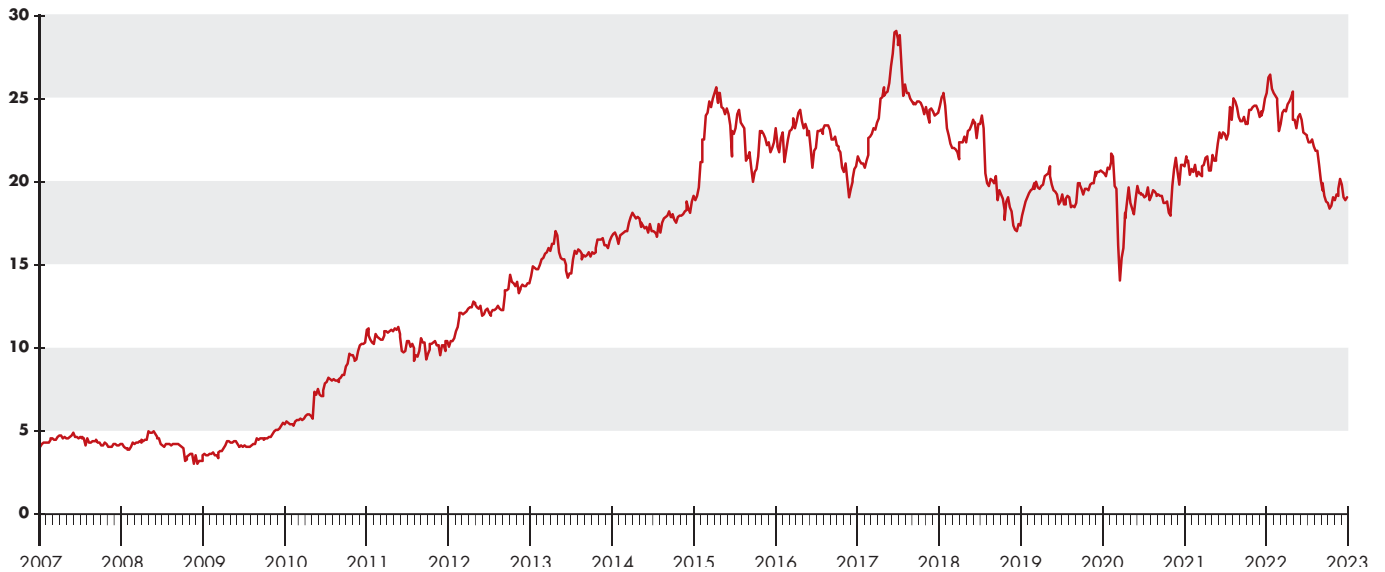


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS ACOMO (koers per 31/12/2022: €19,02)



Bron: Bloomberg

Het resultaat van Tradin Organic, eind 2020 voor € 330 mln. geacquireerd door Acomo, vonden wij eerlijk gezegd wat teleurstellend. Ondanks een 16% hogere omzet daalde de operationele winst (geschoond voor diverse boekhoudkundige effecten) licht vanwege een mix van logistieke uitdagingen, hogere transport-, energie- en personeelskosten en volatiele grondstoffenprijzen. Zodoende is het rendement op deze grote overname nog niet erg aantrekkelijk.

Voor de hele groep leidden de sterke prijsstijgingen van diverse producten en de sterke dollar tot een verdere toename van het werkkapitaal en dus van de schuldpositie. Acomo heeft hiervoor voldoende kredietfaciliteiten beschikbaar. Ondanks een ogenschijnlijk vrij hoge schuldratio (nettoschuld / EBITDA) van 3,4x besloot Acomo toch tot de herstart van de betaling van een interim-dividend. Dat is op zichzelf een vertrouwenwekkend signaal, maar desondanks moest het aandeel Acomo een flinke veer laten in 2022. Hoewel de waardering van het aandeel Acomo aantrekkelijk lijkt, is het voor een herwaardering noodzakelijk dat de resultaten van Tradin verbeteren.

Ondernemingsprofiel

- Handelaar in specerijen, gedroogd fruit, thee, noten, zaden en voedingsingrediënten

Investmentrationale

- Wereldmarktleider in specerijenhandel
- Dominante positie in thee en zaden toegevoegd
- Sterke, stabiele en voorspelbare resultaten
- Solide balans en hoog dividendrendement

Aanjagers

- Thee positie uitbouwen door toevoegen:
- Zaden positie uitbouwen door:
 - Uitbreiden naar aanpalende diensten zoals kwaliteitscontrole, bewerken en verpakking,
 - Opbouwen van de zadenhandelactiviteiten in Europa
- Noten en specerijen positie uitbouwen door geografische expansie (VS)
- Opstarten vijfde activiteit via (grotere) acquisitie

TERUG OP HET OVERNAMEPAD

Na enkele jaren van focus op interne verbeteringen meldde Arcadis zich in 2022 nadrukkelijk terug op het gebied van overnames. Het bedrijf kondigde 2 flinke acquisities aan, waaronder de grootste uit de geschiedenis van Arcadis. De strategische fit, de timing en de prijs van de deals roepen enige vraagtekens op, zeker in combinatie met de aankondiging van het onverwachte vertrek van CEO Oosterveer in 2023. Het is jammer dat dit de zeer goede ontwikkeling van de resultaten enigszins overschaduwde. Arcadis profiteert van toenemende investeringen in duurzaamheid, wat resulteerde in een versnelling in de organische groei naar bijna 10%, en zal naar verwachting al in 2022 de doelstelling voor de winstmarge van meer dan 10% bereiken. Met een totaalrendement van -12% deed het aandeel Arcadis het duidelijk beter dan gemiddeld.

In juli kondigde Arcadis de grootste acquisitie in zijn historie aan met een overnamebod van € 664 mln. op het Canadese ingenieursbureau IBI Group, dat actief is in Canada (63% van de omzet), de VS (26%) en het VK (11%). Met ruim 3.500 medewerkers (Arcadis: 29.000) en een omzet van C\$ 445 mln. (€ 338 mln.; Arcadis: € 2,6 mrd.) is dit een significante toevoeging. IBI opereert binnen de segmenten Gebouwen (50%), Infrastructuur (32%) en Intelligence (18%). Die laatste is een belangrijke pijler onder de strategie van de acquisitie. IBI is sterk gefocust op technologie, digitale oplossingen en software. Een kritische noot ligt in het feit dat IBI binnen het segment Gebouwen vrij groot is in architectuur en interieur-design. Hoewel Arcadis' dochter CallisonRTKL hierin ook actief

is, vinden wij dit niet het meest interessante segment van de ingenieursmarkt. Arcadis betaalde met een verhouding ondernemingswaarde / EBITDA voor 2022 van 9,6x een redelijke prijs. In oktober maakte Arcadis bekend dat het ook de Ierse onderneming DPS zal overnemen voor in totaal € 295 mln. DPS heeft bijna 3.000 werknemers en is actief in Amerika en Europa als consultant en ingenieur bij de bouw van productie-faciliteiten, vooral binnen de sectoren pharma en halfgeleiders. Daarmee past DPS goed bij de bestaande activiteiten van Arcadis' segment Places (het vroegere Gebouwen). In combinatie met de ten doel gestelde synergieën is de betaalde prijs ons inziens aantrekkelijk, met 6,7x de operationele winst (EBITDA).

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

ARCADIS	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	2577	2494	2565	3031	3744	3894
AANGEPASTE EBITA	213	229	246	300	382	409
EBITA MARGE	8,2%	9,2%	9,6%	9,9%	10,2%	10,5%
WPA	1,34	1,48	1,95	2,28	2,45	2,75
MARKTKAPITALISATIE	1836	2412	3777	3274	3274	3274
NETTOSCHULD	606	330	168	1029	878	721
KOERS-WINSTVERHOUDING	15,5	18,2	21,7	16,1	15,0	13,4
EV / EBITDA	7,9	7,9	11,7	10,5	8,0	7,3
DIVIDENDRENDEMENT	0,0%	2,2%	3,1%	2,0%	2,2%	2,3%
FCF %	5,3%	13,4%	6,1%	6,5%	6,7%	7,0%
NETTOSCHULD (EX LEASES) / EBITDA	1,3	0,2	-0,3	2,3	1,4	1,0

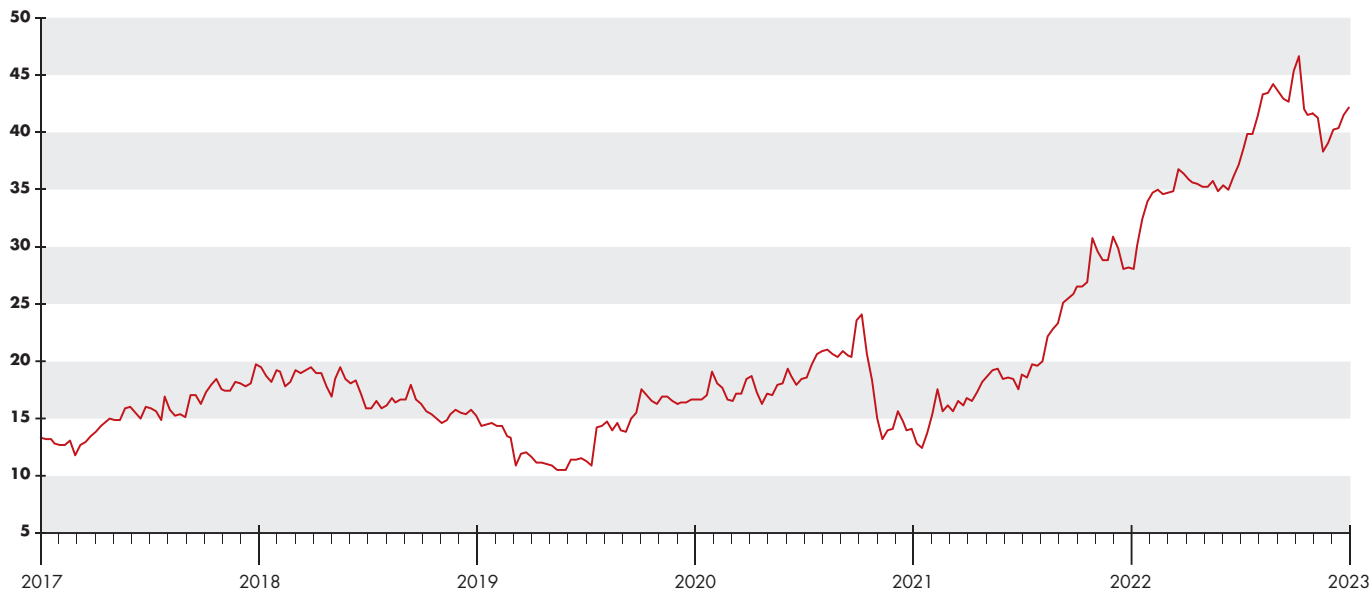


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS ARCADIS (koers per 31/12/2022: €36,70)



Bron: Bloomberg

Omdat Arcadis inmiddels vrijwel schuldenvrij was, kon het bedrijf beide overnames volledig met schuld financieren. Op operationeel vlak liet Arcadis ook in 2022 verdere verbeteringen zien. De organische groei versnelde verder naar 10% en de operationele winstmarge verbeterde van 9,6% in 2021 naar ca. 10% in 2022, ondanks de aantrekkende looninflatie. Ondanks deze sterke prestaties sloep er toch enige voorzichtigheid in de koers van Arcadis. Het gelijktijdig doen van

2 grote acquisities levert een grote integratieklus op, Arcadis voegt vooral veel schaal toe aan het segment Gebouwen, de schuldpositie is flink toegenomen en dat op een moment dat de economie mogelijk een recessie in gaat. Daar bovenop kondigde CEO Oosterveer onverwachts aan in de loop van 2023 te vertrekken. De opvolger van Oosterveer erft een flinke uitdaging om de grote acquisities tot een succes te maken én de operationele verbeteringen voort te zetten.

Ondernemingsprofiel

- Internationaal ingenieurs- en consultancybureau actief in infrastructuur, milieu, water en gebouwen

Investmentrationale

- Leidende posities in zeer gefragmenteerde en veelal lokale markten
- Aantrekkelijke groeipotentie door exposure naar trends zoals klimaatverandering, duurzaamheid, mobiliteit en urbanisatie

- Hoogwaardige en betrouwbare kennis & kunde in diverse segmenten

Aanjagers

- Herstel winstgevendheid naar historische niveaus, door focus op executie ('Make every project count'), selectief tenderen, terugtrekken uit enkele regio's
- Verkoop ALEN, de Braziliaanse probleemdochter
- Verbetering werkkapitaal en daarmee herstel van sterke vrije kasstromen

STROOMVERSNELLING IN WIJZIGINGEN GOVERNANCESTRUCTUUR

Het aandeel Dr. Höhle kreeg afgelopen jaar een dreun van ruim 50% en leverde daarmee de grootste negatieve bijdrage aan het fonds. Dit komt vooral door de slechte operationele resultaten, waarbij met name dochter Raesch hard is geraakt door stijgende energiekosten en het groepsresultaat diep in het rood heeft gedrukt. Op het gebied van de governancestructuur zijn er veel veranderingen geweest, waarvan wij denken dat ze de prestaties van Dr. Höhle op termijn positief zullen beïnvloeden. Echter, het zal tijd vergen om de resultaten te verbeteren en het vertrouwen van de financiële markt te herwinnen.

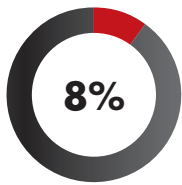
Dr. Höhle kon ook afgelopen jaar weer niet aan zijn eigen verwachtingen voldoen. Aan het begin van het jaar verwachtte het bedrijf een operationeel resultaat van € 14-17 mln., dat werd uiteindelijk een verlies van maar liefst € 10 mln. Een belangrijk deel van het verschil komt voort uit eenmalige lasten voor Raesch en de UV-desinfectiesystemen, maar ook hiervoor geschoond schoot het resultaat van € 9 mln. tekort. De redenen zijn helaas hetzelfde als vorig jaar, waarbij executie tekortschiet om de uitdagende marktomstandigheden het hoofd te bieden. Kleefstoffen groeide weer niet in omzet, van de verwachte groei in UV-desinfectiesystemen is niets terecht gekomen en Raesch kon de sterk gestegen energiekosten niet doorberekenen aan klanten.

Door het tweede jaar op rij met belabberde resultaten is de druk op het bestuur van Dr. Höhle wel fors toegenomen en dat heeft al geleid tot een aantal flinke wijzigingen. Ten eerste

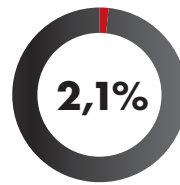
heeft grootaandeelhouder Peter Möhrle Holding zitting genomen in de RvC en aldaar een kritische rol aangenomen. Mede hierdoor kondigde de huidige voorzitter Prof. Dr. Karl Höhle, die naar onze mening deel van het executieprobleem is, zijn vertrek aan. Hij wordt op de aankomende aandeelhoudersvergadering vervangen door Dr. Richter, die vanuit zijn tijd als CEO bij Süss-Microtec ervaring heeft met beursgenoteerde bedrijven en ontevreden aandeelhouders. Ten tweede is de Raad van Bestuur opgeschud, met het ontslag van dhr. Runge en de aanstelling van een echte CEO. Dat dhr. Haimerl, al ruim 20 jaar lid van de RvB en dus ook een deel van het probleem, in deze functie is benoemd, is ons inziens niet erg logisch, maar wellicht is dit ook slechts een tijdelijke oplossing. Momenteel loopt de zoektocht naar een CFO. Al met al zijn wij positief over de veranderingen in de governancestructuur.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

DR. HÖNLE	2020A	2021A	2022A	2023T	2024T	2025T
OMZET	93,9	115,2	127,4	117,4	125,0	132,8
EBIT	8,1	0,3	-10,1	12,7	14,8	20,1
WPA	1,01	-0,79	-1,36	1,35	1,58	1,69
MARKTKAPITALISATIE	310	237	116	116	116	116
NETTOSCHULD	12	41	50	48	43	40
KOERS-WINSTVERHOUDING	54,5	-49,3	-14,1	14,2	12,1	11,3
EV / EBITDA	22,5	20,7	-72,3	8,8	7,5	6,6
SOLVABILITEIT	59,5%	54,8%	48,8%	54,8%	55,0%	55,8%
NETTOSCHULD / EBITDA	0,8	3,0	-20,5	2,5	1,9	1,6
ROI %	3,9%	1,7%	-4,4%	5,5%	6,5%	7,4%

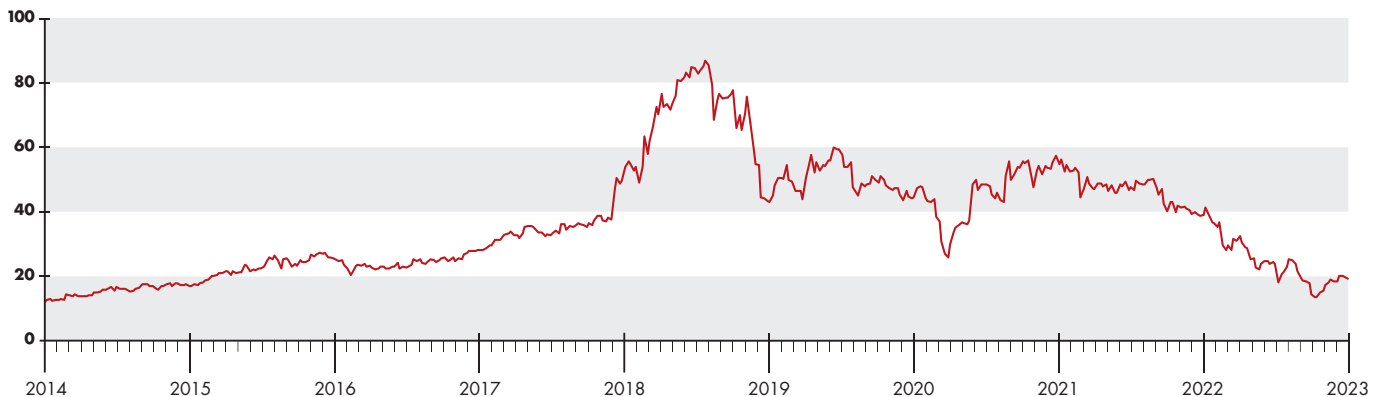


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS DR. HÖNLE (koers per 31/12/2022: €19,20)



Bron: Bloomberg

Dhr. Haimerl toonde in ieder geval direct daadkracht door de sluiting (en later verkoop) van dochteronderneming Raesch aan te kondigen. Deze fabrikant van kwartsglas is enorm energie-intensief en werd midscheeps geraakt door de explosief stijgende gas- en elektriciteitsprijzen. Sinds de acquisitie in 2012 is Dr. Höhle er niet in geslaagd Raesch gezond winstgevend te maken. Het heeft ook weinig tot geen synergieën met de groep. Wij zijn dan ook blij met de verkoop, waarmee Dr. Höhle een operationeel verlies van € 3-4 mln. uit de P&L snijdt.

De mogelijkheden voor een sterk winstherstel van de groep zijn groot. Het belangrijke segment Kleefstoffen heeft in de afgelopen jaren fors geïnvesteerd in de productenportefeuille, in productiecapaciteit en in de sales en R&D-organisatie. Met een versterkt divisie-management zou het moeten kunnen profiteren van de aantrekkelijk groeiende eindmarkt. De wijzigingen in de governance van de groep zijn hopelijk een begin van een breed gedragen verbeteringsproces op diverse andere vlakken. Dit zal echter tijd kosten, net als het herstellen van het gedeukte vertrouwen van de financiële markt.

Ondernemingsprofiel

- Leverancier van ultraviolettechnologie voor industriële toepassingen: droogsystemen voor inkt, lakken en kleefstoffen, desinfectiemachines, kleefstoffen, UV-lampen
- Producent van kwartsglas (voor ultraviolet lampen)

Investeringsrationale

- Hoge toetredingsdrempels door vereiste R&D en sterke banden met klanten
- Succesvolle introductie van systemen die inspelen op trends in groeiemarkten als digitale drukwerk machines en kleefstoffen (voor in smartphones, tablets)
- Leidende posities in aantrekkelijke nichemarkten

- Structurele vraag naar ultraviolet licht als bacteriëndodend middel; nieuwe toepassingsgebieden waaronder ballastwaterreiniging

Aanjagers

- Afronden 'turnaround' van overgenomen kwartsglas-activiteit
- Aanscherpen portefeuille: sterkere focus, uitbreiding kleefstoffen (VS)
- Optimalisatie van de balans:
 - 1) Actief acquisitiebeleid en
 - 2) Verhogen pay out van dividend
- Verbeteren communicatie en profilering op de beurs

RENTESTIJGING DRUKT OP WAARDERING

De Duitse IT dienstverlener GFT Technologies zette de indrukwekkende prestaties van 2021 door in 2022. Ook in het afgelopen jaar verhoogde het management 3 keer de verwachtingen, daartoe gedwongen door een zeer sterke groei van de omzet van naar schatting 30%. Ook voor 2023 verwacht GFT verdere groei. Dat de koers van GFT daarentegen met maar liefst 26% daalde, komt vooral door de sterk gestegen kapitaalmarktrente. Als IT-bedrijf en met dergelijke groeicijfers valt GFT meer in de categorie Groei-aandelen (i.p.v. Waarde), waarop de impact van een hogere rente groter is.

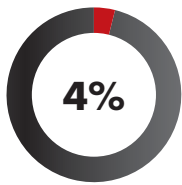
De investeringen van banken, verzekeraars en industriële klanten in (transities naar) de cloud, in het opzetten van digitale banken, in het gebruik van artificial intelligence en big data en in diverse andere digitale producten zetten in 2022 sterk door. Aan het begin van het jaar verwachtte het management een groei van 20%. Net als in 2021 verhoogde het management gedurende het jaar 3 keer de verwachtingen tot uiteindelijk bijna 30%, daarbij eerlijkheidshalve wel geholpen door de sterke dollar. Op operationeel gebied wist GFT uitstekend om te gaan met de forse uitdagingen voor wat betreft looninflatie en personeelstekorten. Het bedrijf profiteert hierbij van zijn grote netwerk in landen als Brazilië en Mexico. Door de sterke vraag naar GFT's diensten, is het bedrijf ook in staat om de stijgende loonkosten volledig door te berekenen. De opera-

tionele winstmarge (EBIT) zal naar verwachting stijgen van 7,2% in 2021 naar 9,1% in 2022. Ook in 2023 zal GFT verder groeien; management heeft recent aangegeven dat zij zich comfortabel voelen bij de gemiddelde analistenverwachtingen (die uitgaan van verdere groei in omzet en winst).

Het is spijtig dat de koers van GFT ondanks deze goede prestaties flink daalde. Zoals eerder in het directieverslag is te lezen, ligt de oorzaak hiervan met name in de sterk gestegen rente op de kapitaalmarkten en de invloed daarvan op de waarderingen van vooral Groei-aandelen. Binnen onze portefeuille valt GFT het meest in deze categorie. In vergelijking met diverse andere ICT-bedrijven valt de daling van GFT zeker mee. Daarnaast dient ook vermeld te worden dat het rendement in 2021 maar liefst 289% bedroeg.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

GFT TECHNOLOGIES	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	429,0	444,8	566,2	729,9	825,6	935,7
EBIT	21,3	16,3	40,9	66,4	79,1	94,8
WPA	0,52	0,38	1,14	1,78	2,12	2,56
MARKTKAPITALISATIE	306,4	314,3	1214,9	893,8	893,8	893,8
NETTOSCHULD	116,4	77,9	32,0	19,0	-12,0	-49,8
KOERS-WINSTVERHOUDING	22,5	31,7	40,7	19,1	16,0	13,2
EV / EBITDA	9,4	9,9	20,5	10,6	8,9	7,4
DIVIDENDRENDEMENT	1,7%	1,7%	0,8%	1,3%	1,5%	1,6%
NETTOSCHULD/EBITDA	2,6	2,0	0,5	0,2	-0,1	-0,4
ROI %	5,6%	5,3%	13,3%	19,4%	21,9%	24,6%

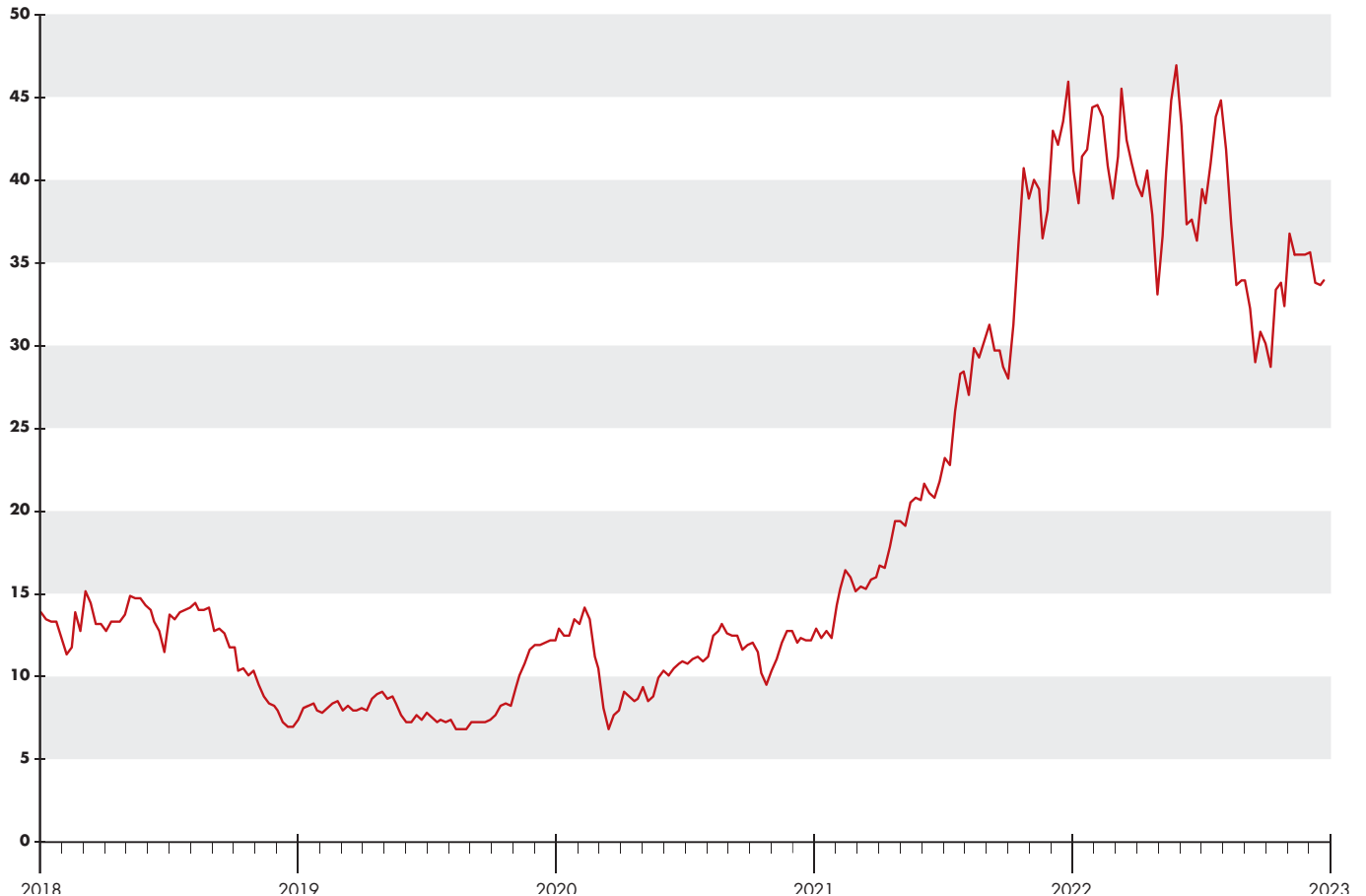


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS GFT TECHNOLOGIES (koers per 31/12/2022: €33,95)



Bron: Bloomberg

Ondernemingsprofiel

- Een IT dienstverlener en software ontwikkelaar voor nieuwe digitale technologieën zoals de cloud, artificial intelligence en Internet of Things (voor industriële toepassingen)
- Vooral actief in de bancaire en verzekeringssector, maar ook in industrie

Investeringsrationale

- Grote geografische spreiding
- Groeikansen in verzekeringssector en in industrie

- Hoogwaardige kennis van digitale transitie in bancaire sector, bijv. overgang naar de cloud of de bouw van digitale banken

Aanjagers

- Einde aan de omzetsdaling van Top-2 klanten
- Dubbelcijferige omzetgroei van overige klanten
- Groei in de verzekeringssector middels Guidewire software
- Margeverbetering door betere bezettingsgraad

TEGENPOLEN

Het jaar 2022 kenmerkte zich bij Kendrion door 2 totaal verschillende ontwikkelingen voor de 2 divisies Automotive en Industrial. De eerste had veel te lijden van de tekorten aan halfgeleiders bij de autofabrikanten en de daaruit voortvloeiende rem op de productie. In combinatie met hoge kosten-inflatie zorgde dit ervoor dat dit segment in 2022 naar verwachting een operationeel verlies zal draaien. De laatste realiseerde een indrukwekkende omzetgroei, omdat Kendrion's producten profiteren van groei in de energietransitie en elektrificatie, en een verdere verbetering in de winstgevendheid. Het feit dat Kendrion helaas door de financiële markt nog altijd wordt gezien als een toeleverancier van de automobiemarkt blijkt wel uit het totaalrendement van -23% in het afgelopen jaar.

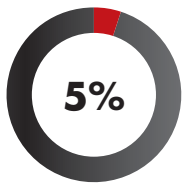
De wereldwijde productie van personenauto's is in 2022 naar schatting min of meer gelijk gebleven. Kendrion's segment Automotive kon zich hieraan helaas niet onttrekken. Qua productieplanning was het daarnaast lastig opereren: de vraag vanuit autofabrikanten was door de maanden heen erg volatiel, het ziekteverzuim was vanwege corona nog hoog, de beschikbaarheid van onderdelen en materialen was af en toe beperkt en de inflatie was hoog. Hoewel Kendrion zich relatief goed door deze marktomstandigheden heeft geslagen, zal het segment Automotive naar verwachting wel een operationeel verlies lijden. Om de prestaties te verbeteren, kondigde CEO Van Beurden aan dat het segment zal worden opgesplitst in Automotive Core en Automotive E met ieder een eigen

focus. Binnen Core zullen de bestaande producten voor de traditionele verbrandingsmotor vallen. Core zal zich richten op een zo efficiënt mogelijke productie en winstmaximalisatie. Automotive E zal zich richten op innovatie, groei en de ontwikkeling van nieuwe klanten, met focus op de ontwikkeling van nieuwe productsegmenten zoals het AVAS sound systeem en 'active damping'.

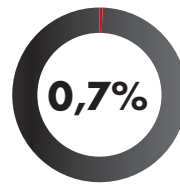
Het segment Industrial groeide afgelopen jaar ongelooflijk hard door, vooral door een stijgende vraag naar producten die de energietransitie faciliteren (bijv. remmen voor windturbines, inductiespoelen voor industrieel gebruik als vervanging van gas). De operationele winstmarge verbeterde ook naar een recordniveau, ondanks de hoge inflatie.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

KENDRION	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	412,4	396,4	464,0	519,3	519,3	540,1
EBIT	11,5	10,1	23,9	24,5	26,9	32,6
WPA	0,79	0,79	1,38	1,08	1,08	1,36
MARKTKAPITALISATIE	282	245	314	234	234	234
NETTOSCHULD	47	103	131	151	144	135
KOERS-WINSTVERHOUDING	35,7	57,0	21,8	16,5	15,2	11,9
EV / EBITDA	8,7	8,7	8,6	7,4	6,8	5,9
DIVIDENDRENDEMENT	0,0%	2,4%	3,3%	3,1%	3,1%	3,9%
SOLVABILITEIT	56,8%	47,5%	45,4%	45,0%	45,5%	47,0%
NETTOSCHULD/EBITDA	1,3	2,3	2,3	2,5	2,4	2,1
ROI %	3,4%	3,5%	5,4%	5,2%	5,7%	6,8%



**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS KENDRION (koers per 31/12/2022: €15,50)



Bron: Bloomberg

Het totaalrendement van Kendrion in 2022 bedroeg -23%. Daarmee deed het aandeel het beter dan verschillende toeleveranciers aan autofabrikanten, maar slechter dan enkele fabrikanten van (onderdelen van) elektronica (bijv. ABB en Schneider). Voor een flinke herwaardering van het aandeel zal het resultaat van Automotive duidelijk moeten verbeteren.

Het is goed om te zien dat Kendrion met de splitsing in Core en E in ieder geval probeert dit te bewerkstelligen. Maar met de nakende economische recessie dreigen de financiële doelstellingen van Kendrion voor het jaar 2025 uit het zicht te raken. Zo is in 2022 de operationele (EBITDA) marge gezakt van 12,0% naar 11,5% en daarmee ver verwijderd van het doel van 15%.

Ondernemingsprofiel

- Internationale ontwikkelaar en producent van hoogwaardige elektromagnetische componenten en systemen voor toepassingen in personenauto's, commerciële voertuigen en industrie

Investeringsrationale

- Leidende internationale marktposities in een gefragmenteerde markt
- Diepe en langdurige klantrelaties met meerjarige projecten
- Sterke focus op innovatie
- Structureel toenemende vraag naar hogere efficiency, veiligheid en comfort

Aanjagers

- Nieuwe CEO sinds december 2015
 - Verhogen van de winstgevendheid en autonome groei door middel van het doorvoeren van de strategie 'Simplify, Focus, Grow'
- Simplify:
verminderen bedrijfscomplexiteit en verhogen productie-efficiency
- Focus:
richten op projecten met hoge marge en groeipotentie
- Grow:
uitbouwen van de geografische posities, vooral China
- Optimalisatie van de balans

LORD OF THE RINGS

Onze investering in Ringmetall was lange tijd in opbouw en dus niet bij name genoemd, maar dit is vanwege het besluit tot liquidatie van het fonds uiteraard gestaakt. Aangezien deze positie per jaareinde 10% van de vermogenswaarde behelst, willen we Ringmetall hier niet onbenoemd laten. Ringmetall combineert een ijzersterke positie in de kernmarkt Rings (metalen afsluitringen, ca 80% van de omzet) met groeipotentie in het andere segment Inliners, waarbij een sterke vrije kasstroom het mogelijk maakt om actief acquisities te doen. Door verdere groei en integratie van de diverse dochterondernemingen denken wij dat Ringmetall zijn winstgevendheid op lange termijn sterker kan verbeteren dan zijn eigen doelstelling.

De marktposities van Ringmetall zijn ijzersterk. In het grootste segment Rings heeft Ringmetall een wereldwijd marktaandeel van meer dan 70%, met name in Europa en de VS. De breedte van de productenportefeuille en de geografische dekking is ongeëvenaard; de concurrentie bestaat vooral uit kleine, lokale spelers. De kans op nieuwe toetreders is minimaal; de industrie kent hoge eisen op het gebied van kwaliteit en veiligheid en certificeringsprocessen duren lang. Bovendien heeft Ringmetall de productiemethodes en -machines veelal zelf ontwikkeld, die zijn niet zomaar ergens te koop. Belangrijke klanten zijn de 3 grootste producenten van vaten: Greif, Mauter en Schutz, die gezamenlijk goed zijn voor ca. 50% van de omzet van Rings. Eindklanten zitten gespreid over sectoren zoals

chemie, pharma en voeding. Rings is momenteel al een zeer winstgevend segment met een sterke vrijekasstroom, maar wij denken dat er nog meer verbeterpotentieel in de marge zit. Een van de belangrijkste redenen hiervoor is de ontwikkeling van een nieuwe generatie machines, die flexibeler en efficiënter kunnen produceren.

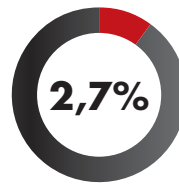
Het segment Inliners (12% van de groepsomzet) is in 2019 ontstaan middels 2 acquisities: Nittel en Tesseraux. Samen met de recentere overname van Rhein-Plast heeft Ringmetall nu een marktaandeel van ca. 20% op de Europese markt van Inliners. De strategie voor Inliners is identiek aan die van Rings: middels acquisities een leidend netwerk van producenten creëren en door integratie, productie-synergieën en pricing

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

RINGMETALL	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	120,6	118,0	172,3	214,4	214,4	218,7
EBITDA	10,0	12,2	26,6	30,0	30,0	30,6
EBITDA MARGE	8,3%	10,3%	15,4%	14,0%	14,0%	14,0%
WPA	0,09	0,08	0,50	0,54	0,55	0,60
MARKTKAPITALISATIE	73	87	127	121	121	121
NETTOSCHULD	27	28	27	24	8	-8
KOERS-WINSTVERHOUDING	26,6	36,1	8,8	7,7	7,6	6,9
EV/EBITDA	10,0	9,4	5,8	4,8	4,3	3,7
DIVIDENDRENDEMENT	2,4%	2,0%	2,1%	2,6%	2,6%	2,9%
FCF %	7,5%	9,6%	6,9%	8,0%	15,6%	15,7%
NETTOSCHULD / EBITDA	2,7	2,3	1,0	0,8	0,3	-0,2

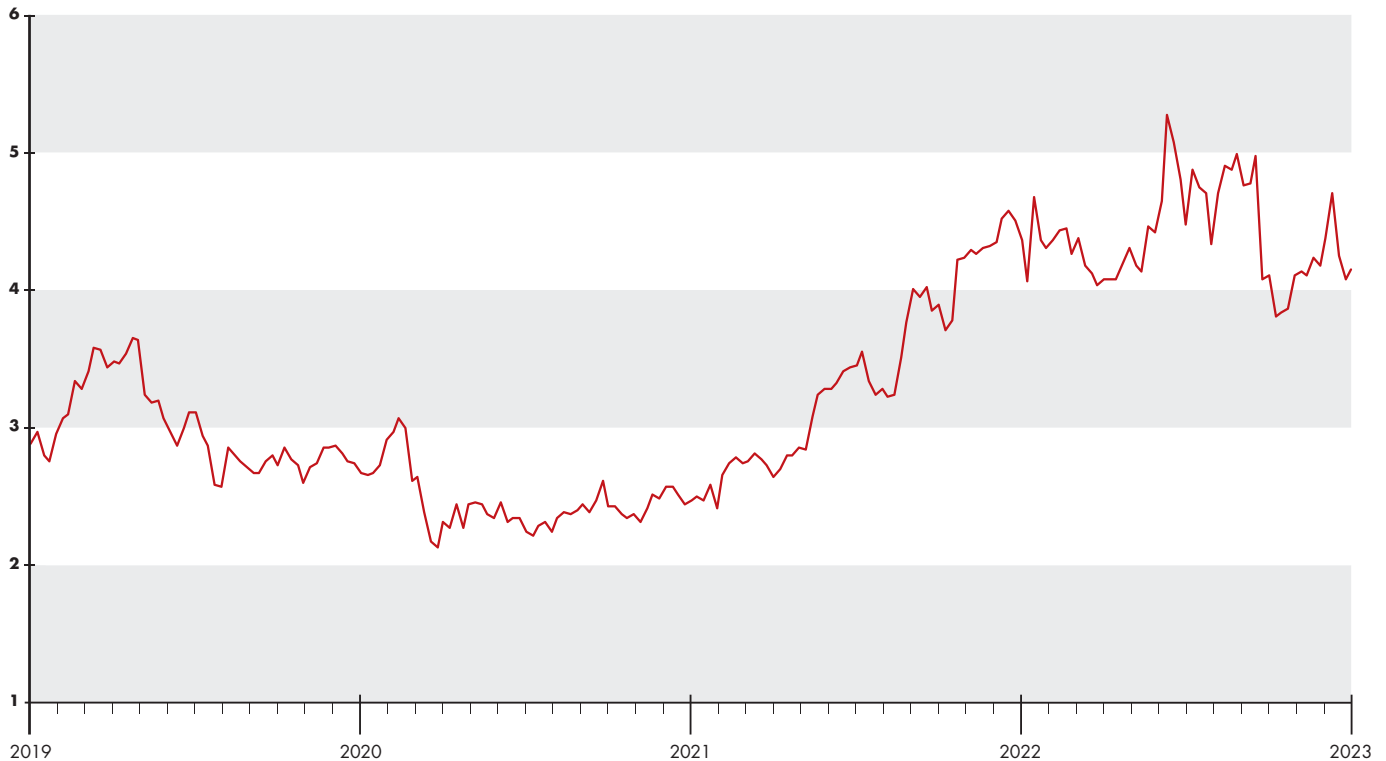


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS RINGMETALL (koers per 31/12/2022: €4,15)



Bron: Bloomberg

power de winstgevendheid verbeteren. Op dit moment behaalt Inliners naar schatting een winstmarge (EBITDA) van ca. 10% t.o.v. ca. 20% bij Rings, vanwege de kleinere schaal en integratiekosten. Wij verwachten dat Ringmetall er de komende jaren in zal slagen om meer acquisities in Inliners te doen en langzamerhand (hoewel mogelijk schoksgewijs) de winstgevendheid te verbeteren richting die van Rings.

Het derde segment van Ringmetall is Industrial Handling (7% van de groepsomzet), dat onderdelen produceert voor vorkliften en tractoren, zoals trekhaken. Op het moment dat wij de investering in Ringmetall begonnen, vonden wij dat dit onderdeel strategisch niet paste binnen de groep en hebben dan ook aangedrongen bij het management op verkoop. Mede op basis van de recent verbeterde resultaten heeft het management inmiddels ook een officieel verkooptraject

gestart. Wij verwachten dat dit ca. € 5-10 mln. zal opbrengen, wat Ringmetall kan gebruiken voor versnelde groei in de 2 andere segmenten.

Acquisities spelen namelijk een belangrijke rol bij Ringmetall. Sinds 2016 heeft Ringmetall 7 acquisities afgerond. Vooruitblikkend ligt de focus dus op Inliners, maar ook bij Rings zijn er nog kleine mogelijkheden. De markten van zowel Rings als Inliners zijn nog zeer gefragmenteerd (buiten de positie van Ringmetall zelf om). CEO Christoph Petri opereert daarbij heel conservatief en gedisciplineerd qua prijs. De 'firing power' van Ringmetall voor nieuwe acquisities is met ruim € 40 mln groot. De beperkte nettoschuld zal met de aanstaande verkoop van het segment Industrial Handling verder dalen en Ringmetall genereert traditioneel een sterke vrije kasstroom, vooral uit het segment Rings.

De conservatieve insteek van het management blijkt ook uit de verwachtingen die het doorgaans afgeeft voor het lopende boekjaar. In 2020, 2021 en 2022 heeft het management de verwachtingen gedurende het jaar diverse malen verhoogd. Voor 2022 verwacht Ringmetall momenteel een groepsomzet van € 205-225 mln en een EBITDA van € 26-32 mln, ofwel een marge van ca. 14%. Wij verwachten een EBITDA van € 30 mln. Ringmetall heeft begin 2021 ook een ambitie voor de langere termijn geschetst, namelijk voor 2027. Deze bedraagt een omzet van € 315-385 mln. en een EBITDA van € 40-50 mln. De impliciete marge is dus 12,5-13,0%. Wij denken dat het management ook hier weer conservatief is, om eerdergenoemde redenen, en gaan voor de lange termijn uit van een marge van 14%.

Op basis van deze schattingen vinden wij Ringmetall een spotgoedkoop aandeel. De koers-winstverhouding voor 2023 bedraagt slechts 7,6x en de EV/EBITDA 4,3x. En de hoge vrijkasstroom vertaalt zich in een rendement op de totale beurswaarde van Ringmetall (de beurswaarde plus de netto-schuld) van ruim 15%. Dat zijn ratio's die ongekend laag zijn voor een dergelijke industriële onderneming.

Ondernemingsprofiel

- Producent van onderdelen voor industriële verpakkingen, zoals metalen afsluitingen voor vaten, deksels en zogenaamde inliners (plastic zakken voor gebruik in van vaten, fusten of dozen).

Investeringsrationale

- Wereldmarktleider in afsluitingen, met unieke geografische spreiding en sterke winstmarge en kasstroom
- Europees marktleider in inliners met ruimte voor organische en acquisitieve groei
- Gezonde balans en sterke kasstroom biedt ruimte voor acquisities

Aanjagers

- Acquisities
- Verkoop van segment Industrial Handling
- Verhogen winstmarge door integratie van dochterondernemingen en vergroting schaal

ENERGIETRANSITIE ALS BELANGRIJKE DRIJFVEER

Solar presteerde ook in 2022 weer beter dan verwacht. De omzetgroei versnelde naar ca. 12% en de effecten van diverse verbeterinitiatieven joegen de operationele winstmarge verder omhoog, ook geschoond voor de eenmalige winsten die voortvloeien uit de hoge inflatie. De combinatie van een hogere winst en de sterke balans leidde afgelopen jaar andermaal tot de uitkering van een buitengewoon dividend. Ondanks deze gunstige ontwikkelingen bedroeg het totaalrendement van Solar -11% in 2022. De angst voor een flinke afzwakking van de bouwmarkten als gevolg van de stijgende rente speelt hierbij ons inziens een rol.

Vooraf door een versnelling in investeringen in de energietransitie wist Solar in 2022 met ca. 12% sneller te groeien dan in 2021 (6%). De hoge inflatie speelt hierbij uiteraard ook een rol, maar het toont aan dat Solar's productenpallet een aantrekkelijke groeipotentie bezit. Deze groei en de diverse verbeterplannen leidden tot een hoge hefboomwerking op de operationele winst. Geschoond voor de eenmalige effecten van de prijsstijgingen steeg de marge (EBITA) van 5,1% in 2021 naar 5,4% in 2022. De marge in kernland Denemarken bleef min of meer gelijk; Solar maakte extra kosten in aanloop naar de ingebruikname van het uitgebreide distributiecentrum. Dit zal komend jaar een belangrijke pijler voor een verdere margeverbetering moeten zijn. De overige landen, met Zweden en Nederland voorop, behaalden indrukwekkende winstverbeteringen.

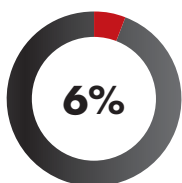
Aangezien Solar per ultimo 2021 helemaal geen schuld meer op de balans had staan en de vooruitzichten onveranderd gunstig

waren, kondigde de onderneming bij de aandeelhoudersvergadering een buitengewoon dividend aan. In totaal keerde Solar in 2022 per aandeel DKK 90 dividend uit, ofwel 11,3% t.o.v. de slotkoers van 2021. Hoewel de schuld iets stijgt vanwege de hoge investeringen in het werkkapitaal (zowel door groei als door inflatie) en het distributiecentrum in Denemarken, blijft de balans sterk en houdt Solar ruimte om ook de komende jaren een zeer aantrekkelijk dividend te blijven betalen.

De koers van Solar was zeer grillig gedurende het jaar. De goede resultaten en het dividend stuwden de koers aanvankelijk flink omhoog, maar later waren het vermoedelijk zorgen over een afzwakking van de bouwmarkten die de koers drukten. De stijgende rente kan inderdaad invloed hebben op bijvoorbeeld de huizenbouw, maar wij denken dat het groeiende aandeel binnen de omzet van producten die profiteren van de energietransitie dit ruimschoots kan compenseren.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

SOLAR	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	1565	1535	1654	1836	1799	1835
EBITA	49	60	97	129	95	99
OPERATIONELE MARGE	3,1%	4,0%	5,9%	7,0%	5,3%	5,4%
WPA	1,17	4,07	9,74	11,95	8,56	8,93
MARKTKAPITALISATIE	292	352	777	606	606	606
BEURSWAARDE DEELNEMINGEN	31	10	10	10	10	10
NETTOSCHULD	123	17	-5	101	114	130
KOERS-WINSTVERHOUDING	34,1	11,8	10,9	6,9	9,7	9,3
EV / EBITDA	5,8	4,3	6,3	4,6	5,9	5,9
DIVIDENDRENDEMENT	4,7%	11,9%	11,3%	12,9%	12,9%	12,9%
NETTOSCHULD / EBITDA	1,7	0,2	-0,0	0,7	0,9	1,0
FCF %	1,6%	23,5%	8,0%	-2,3%	10,8%	10,2%

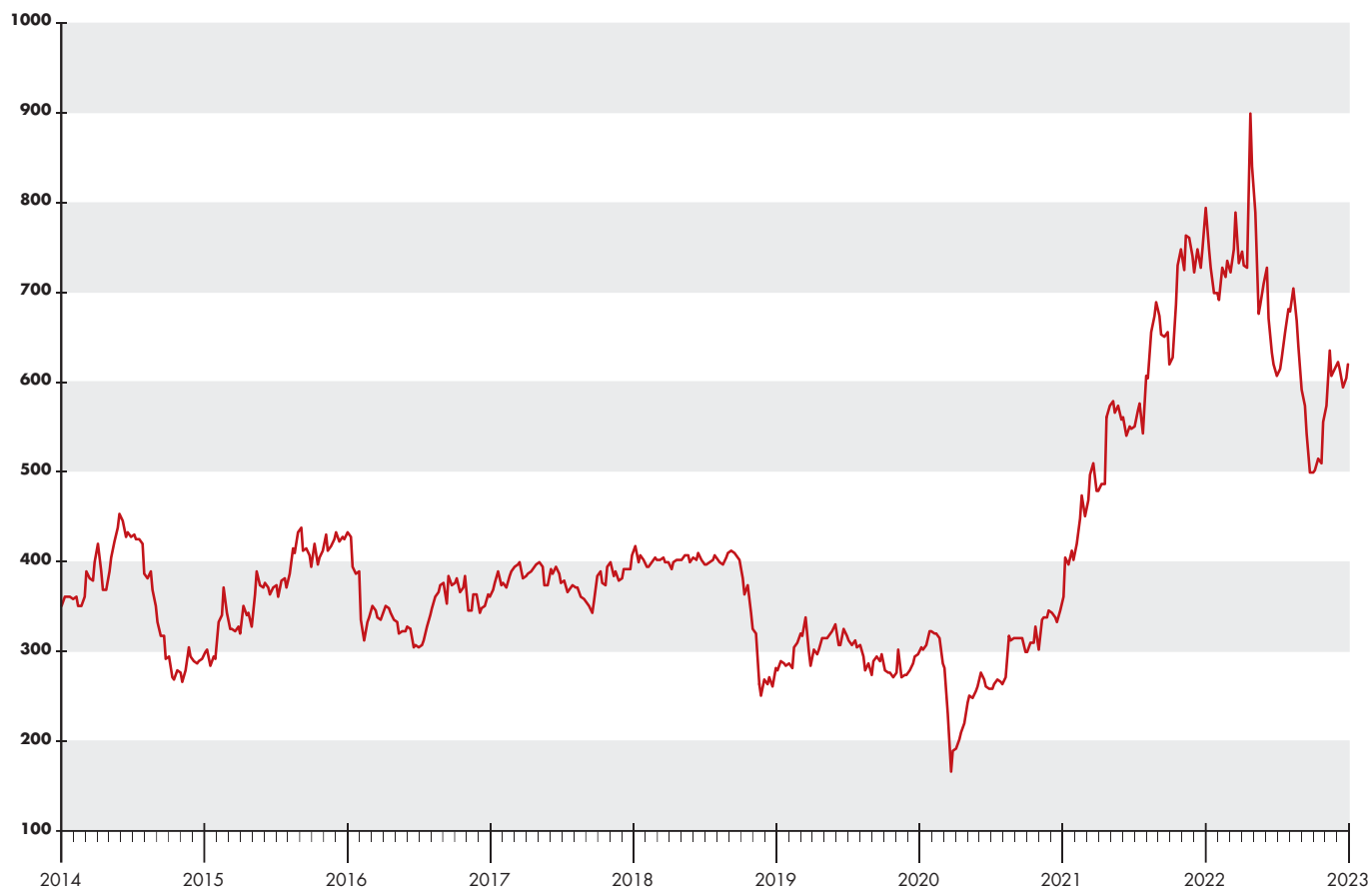


**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS SOLAR (koers per 31/12/2022: DKK 620,00)



Bron: Bloomberg

Ondernemingsprofiel

- Technische groothandel in elektrotechniek, sanitair, verwarming, klimaatbeheersing & energie in Scandinavië en Nederland
- Diverse niet-kernactiviteiten, o.a. MAG45

Investmentrationale

- Kernactiviteiten (groothandels):
 - Verbeterpotentieel in overige landen, of enorme strategische waarde bij mogelijke consolidatie

- Marktleider in thuisland Denemarken
- Niet-kernactiviteiten: verbeterpotentieel door terugdringen verliezen of verkoop

Aanjagers

- Verhogen van de winstgevendheid door focus op operatie. Gestart door de nieuwe CEO Andersen (oktober 2017)
- Optimaliseren portefeuille: verkoop van niet-kernactiviteiten en/of deelnemingen
- Verandering in structuur van de governance

GESTAGE MARGEVERBETERING

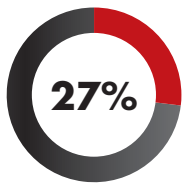
Technotrans is gedurende het hele jaar verreweg onze grootste positie in portefeuille geweest en eindigde het jaar met een weging van 27% van de netto vermogenswaarde. Met een totaalrendement van -12% presteerde Technotrans ook relatief goed en dat was ons inziens terecht. Ondanks de zeer uitdagende marktomstandigheden zal Technotrans naar verwachting een hogere omzet en een verbeterde operationele winst rapporteren over 2022. Daarnaast beginnen de nieuwe marktsegmenten Energy Management en Healthcare & Analytics steeds meer bij te dragen aan de groei, blijktens het orderboek dat naar recordhoogtes is gestegen.

De marktomstandigheden waren voor Technotrans in 2022 verre van gunstig. Tekorten aan onderdelen, logistieke verstoringen, een hoog ziekteverzuim vanwege corona en de sterk stijgende prijzen van materialen en energie maakten het erg lastig om de productie goed te plannen. Technotrans heeft zich hier uitstekend doorheen geslagen. De omzet zal naar verwachting ruim 10% stijgen. Het traditionele segment Print profiteert van een cyclisch herstel. Daarnaast beginnen de nieuwe segmenten langzamerhand duidelijk bij te dragen aan de groep, doordat nieuw ontwikkelde producten en oplossingen zich ontwikkelen van prototype naar serieproductie. Energy Management groeit ca. 60%, met name vanwege de oplossingen op het gebied van de koeling van batterijen voor treinen en trams en van snellaadstations. In het algemeen geldt dat Technotrans oplossingen biedt die de

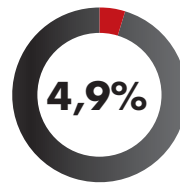
klant grote besparingen op energiegebruik opleveren, iets wat in de huidige energiecrisis natuurlijk bijzonder waardevol is. Ondanks de problemen met de productieplanning zal Technotrans naar verwachting een duidelijk hoger operationeel resultaat neerzetten. In 2021 lag dit op € 11,0 mln., voor 2022 verwacht Technotrans aan de bovenkant van de bandbreedte van € 11-14 mln. uit te komen, en wellicht kan het bedrijf zelfs nog iets meer behalen. Het toont aan dat Technotrans met de reorganisaties van de afgelopen jaren een efficiëntere, geïntegreerde en goed geleide organisatie is geworden. Alle entiteiten opereren inmiddels onder de naam Technotrans en de inkoop en productieplanning is gecentraliseerd. In de oude situatie had Technotrans vermoedelijk veel meer last gehad van de moeilijke marktomstandigheden. In 2022 zal Technotrans een winstmarge van ca. 6,0% bereiken.

(in € miljoen, behalve getallen per aandeel)

TECHNOTRANS	2019A	2020A	2021A	2022T	2023T	2024T
OMZET	207,9	190,5	211,1	233,7	238,4	247,9
EBIT	8,3	6,8	11,0	14,0	14,3	17,4
OPERATIONELE MARGE	4,0%	3,6%	5,2%	6,0%	6,0%	7,0%
WPA	0,88	0,72	1,01	1,34	1,36	1,69
MARKTKAPITALISATIE	129	173	204	176	176	176
NETTOSCHULD	24	22	15	17	13	9
KOERS-WINSTVERHOUDING	21,2	34,8	29,1	18,9	18,6	15,1
EV / EBITDA	9,8	14,0	12,1	8,9	8,5	7,2
DIVIDENDRENDEMENT	0,0%	1,4%	1,7%	2,6%	2,7%	3,3%
NETTOSCHULD/EBITDA	1,5	1,6	0,8	0,8	0,6	0,4
FCF %	0,0%	1,4%	1,7%	2,6%	2,7%	3,3%



**VAN DE NETTO
VERMOGENSWAARDE**



**VAN HET
AANDELENKAPITAAL**

BEURSKOERS TECHNOTRANS (koers per 31/12/2022: €25,45)



Bron: Bloomberg

Per december is eindelijk een nieuwe CFO benoemd in de persoon van Robin Schaede. Daarmee heeft de zoektocht ruim een jaar geduurd. Hij zal de werkdruk bij CEO Finger verlichten en een bijdrage gaan leveren aan een scherpere financiële aansturing en rapportage van de segmenten en aan een hernieuwde aandacht voor acquisities.

Het orderboek van Technotrans is gedurende het jaar sterk gestegen naar een recordniveau. Daarmee is Technotrans al

tot halverwege 2023 volgeboekt. Toch zijn wij ietwat voorzichtig over de resultaatsontwikkeling in 2023, gezien de matige macro-economische vooruitzichten en de forse verwachte loonkosteninflatie. Hierdoor denken wij ook dat Technotrans de doelstelling voor de winstmarge van 9-12% in 2025 pas een jaar later zal bereiken. Desalniettemin maken de succesvolle diversificatie van de omzet, de aantrekkelijke productportefeuille en de gestage margeverbetering het aandeel Technotrans nog altijd erg aantrekkelijk.

Ondernemingsprofiel

- Internationale specialist in 'flow control' technologie: systemen voor temperatuurregeling (m.n. koeling), pomp & spray, filtratie & separatie, voor een breed aantal industrieën/toepassingsgebieden

Investmentrationale

- Dominant marktleider in de grafische industrie, grotere speler in plastic processing en machinebouw, stans & ponsmachines
- Groot omzetaandeel Services (30%) biedt stabiliteit

- Groeimogelijkheden in Plastics, Energy Management en Healthcare & Analytics

Aanjagers

- Omzetgroeiversnelling door nieuwe segmenten
 - Gewicht moet groeien van 12% naar 30% in drie jaar (2023)
- Verbeteren van de winstgevendheid naar een EBIT-marge van 9-12% door LEAN-programma en integratie dochterbedrijven (inkoop, centralisatie, etc.)

STRUCTUUR EN ORGANISATIE MONOLITH

Monolith wordt beëindigd

De aandeelhoudersvergadering van beleggingsinstelling Monolith N.V. heeft, na een voorstel hiertoe vanuit MIM, besloten het fonds te beëindigen. Het Fonds is per 2 december 2022 in liquidatie. De beheerder, MIM is aangesteld als vereffenaar. MIM mag deze taak later (op of na 1 juli 2023) aan een derde partij overdragen, zodra de vereffening van activa en passiva voldoende is gevorderd. Het Fonds zal voldoende tijd nemen om op een ordelijke en zorgvuldige manier de (soms substantiële) aandelenbelangen in zijn portefeuille te verkopen, danwel zijn aandelenposities (geheel of gedeeltelijk) “in natura” over te dragen aan zijn certificaathouders. Vanwege het illiquide karakter van een deel van de beleggingsportefeuille en de lange doorlooptijd van bijvoorbeeld teruggaafverzoeken van buitenlandse bronbelasting en het verkrijgen van zekerheid over de Nederlandse vennootschapsbelastingpositie kan op voorhand niet worden aangegeven hoe lang het zal duren om het liquidatieproces geheel af te wikkelen. De RvC zal toezien op de afwikkeling van de liquidatie van Monolith.

Voor meer achtergrond wordt verwezen naar de paragraaf “Wijze van vereffening en liquidatieproces”.

Wijzigingen in samenstelling en rol Raad van Advies

De RvA-vergadering van 16 juni 2022 was de laatste vergadering van Fokko Tuin die officieel op 1 juli 2022 is teruggetreden als adviseur van Monolith. Fokko had al eerder aangegeven zich te willen terugtrekken uit de RvA na meer dan 15 jaar actief te zijn geweest als adviseur, maar is aangebleven tot er een geschikte nieuwe kandidaat was gevonden. Fokko is al vanaf het begin zeer betrokken geweest bij Monolith. Hierbij willen wij Fokko hartelijk bedanken voor de jarenlange actieve ondersteuning en betrokkenheid bij Monolith. Zijn kennis en kunde hebben al die jaren een grote bijdrage geleverd aan de hele organisatie.

Jack Jonk heeft Fokko per 1 juli 2022 opgevolgd als adviseur. Jack heeft ruime ervaring in de financiële wereld, veelal op het snijvlak van beleggen, management en betrokkenheid bij klanten. Hij deed deze ervaring op bij Achmea Global Investors (Portfolio Manager), UBS (Sales Director), Delta Lloyd Asset Management (Hoofd Aandelen), Triodos (Interim) en Blue Sky Group (Chief Investment Officer). Bij Delta Lloyd was Jack direct betrokken bij het beheer van 5% belangen in smallcaps, waaronder het Delta Deelnemingen Fonds. Door zijn brede beleggingservaring, gecombineerd met specifieke kennis van

beleggen in small-caps levert Jack een waardevolle bijdrage aan het beleggingsproces. Bij de samenstelling van de RvA maar ook bij de samenstelling van de RvC en directie is diversiteit een belangrijke doelstelling en wordt gestreefd naar een evenwichtige verdeling van onder andere expertise en geslacht.

Met het besluit tot liquidatie van het fonds is ook de rol van de Raad van Advies gewijzigd, in lijn met de overgang van het investeringsbeleid van het fonds naar een beleid gericht op vereffening. Wij hebben in samenwerking met de RvA het liquidatiebeleid inclusief een uitkeringsbeleid opgesteld. Binnen het liquidatiebeleid is er speciale aandacht gegeven aan het mogelijke verkoopproces van de illiquide belangen in portefeuille. In het bijzonder is daarbij aandacht geschonken aan de ‘pricing’. Bij de verkoop van grotere aandelenbelangen (block-trades) krijgt de vereffenaar een bepaalde discretie, maar in geval een voorgestelde verkoop van een belang met een bepaalde tegenwaarde waarbij tegelijkertijd de potentiële transactieprijs een bepaalde discount tegenover de beurskoers zou betekenen dient eerst advies te worden ingewonnen bij een ingestelde ‘Pricing Committee’. Een lid van de RvA en de voorzitter van de RvC maken daar deel van uit.

Vereenvoudiging organisatie-, juridische en fiscale structuur
Om te bewerkstelligen dat MIM de organisatie- en juridische structuur als ook fiscaliteit zoveel als mogelijk kan vereenvoudigen om een efficiëntere bedrijfsvoering mogelijk te maken en potentieel kostenbesparingen te realiseren is aan de certificaathouders Monolith in oktober 2022 het dringende verzoek gedaan om de certificaten Monolith N.V. op 1 december 2022 over te dragen aan Monolith Stonehenge Coöperatief U.A. in ruil voor de uitreiking van nieuwe certificaten Monolith Stonehenge Coöperatief U.A. Beoogd werd dat Monolith Stonehenge Coöperatief U.A. een belang zou verkrijgen van tenminste 95% in Monolith NV en voorts een fiscale eenheid voor de vennootschapsbelasting zou vormen en waardoor meer flexibiliteit wordt bereikt bij transacties tussen Monolith en Stonehenge, zonder dat die leiden tot mogelijk nadelige fiscale gevolgen. Hoofdstuk 15 van het Informatiememorandum van Monolith bevat een algemeen overzicht van de belangrijkste Nederlandse fiscale aspecten van Monolith. Voor zover de (tussentijdse) liquidatie-uitkeringen aan certificaathouders van Monolith het gestorte kapitaal overtreffen, zal Monolith 15% dividendbelasting inhouden en afdragen aan de Neder-

landse belastingdienst, tenzij de deelnemingsvrijstelling geldt. Inhouding zal veelal plaatsvinden in het geval van belangen van minder dan 5% in Monolith. De in Nederland woonachtige particulieren en in Nederland gevestigde stichtingen kunnen die dividendbelasting verrekenen met de te betalen inkomstenbelasting, respectievelijk een teruggaafverzoek indienen. Certificaathouders die certificaten Monolith willen ruilen voor certificaten Stonehenge werd geadviseerd Hoofdstuk 12 van het Informatiememorandum van Stonehenge te raadplegen. Hier wordt volstaan met de opmerking,

dat Monolith Stonehenge Coöperatief U.A. veelal geen dividendbelasting hoeft in te houden bij belangen van minder dan 5%. Iedere certificaathouder is echter dringend aangeraden om advies in te winnen bij zijn of haar fiscaal adviseur met betrekking tot zijn of haar fiscale positie in het geval van liquidatie van Monolith, alsmede in het geval een ruil van certificaten wordt overwogen. Uiteindelijk heeft 74% van de certificaathouders van Monolith N.V. hun certificaten per 1 december 2022 omgewisseld in certificaten van Monolith Stonehenge Coöperatief U.A..

RISICOBEBEER

Investerings van het Fonds zijn onderhevig aan risico's van algemeen economische aard zoals afname van economische activiteit, stijging van de rente, inflatie en stijging van grondstofprijzen. Ook kan de waarde van investeringen van het Fonds worden beïnvloed door politieke ontwikkelingen en terroristische activiteiten. In het informatiememorandum en in de toelichting van de jaarrekening is een uitgebreide opsomming gegeven van risicofactoren.

Wij bewaken met risicobeheersmaatregelen dat Monolith in het algemeen en de beleggingsportefeuille in het bijzonder voortdurend blijven voldoen aan de randvoorwaarden en risicobereidheid zoals die in het informatiememorandum zijn vastgelegd, aan de wettelijke kaders en aan de meer specifieke interne uitvoeringsrichtlijnen. Dergelijke richtlijnen zijn onder meer gesteld ten aanzien van de mate van spreiding van de portefeuille, de kwaliteit van markt- partijen waarmee zaken wordt gedaan en de liquiditeit van de beleggingen.

Zo zal onze consequent en zorgvuldig uitgevoerde investeringsstrategie en onze investeringsrestricties naar verwachting een dempend effect hebben op onderkende koersrisico's. Liquiditeitsrisico's kunnen worden beperkt doordat de fondsstructuur zodanig is opgezet dat de liquiditeit die geboden wordt aan de certificaathouders in overeenstemming is met de liquiditeit van de investeringen in Monolith. Monolith dekt in beginsel valutarisico's niet af. Monolith kan gebruik maken van afgeleide financiële instrumenten ofwel derivaten. Deze instrumenten kunnen worden toegepast voor zowel het afdekken van risico's, efficiënt portefeuillebeheer als verhoging van het rendement. Hierbij kan ook sprake zijn van hefboomwerking,

waardoor de gevoeligheid van de beleggingsentiteit voor marktbevingen wordt vergroot. Daarnaast kunnen derivaten zodanig worden gebruikt dat de portefeuille als geheel binnen de beleggingsrestricties blijft. Monolith heeft tot op heden geen gebruik gemaakt van derivaten.

We bewaken risicobeheersingsmaatregelen ter voorkoming van fraude zoals beschreven in de bedrijfsbeschrijving. Fraude door onttrekking van middelen wordt gemitigeerd door scheiding van verantwoordelijkheden en scheiding van juridisch eigendom. Zo kunnen er geen betalingen worden gedaan door één persoon, is er een vier ogen principe ingesteld voor overboekingen mede door middel van de uitbesteding van de administratie en betalingen. De activa worden separaat bewaard bij een custodian. Naast fraude en integriteitsschendingen monitoren we ook illegale praktijken zoals witwassen van gelden. Er wordt periodiek gemonitord dat er geen cliënten worden bediend uit hoog risico landen. Cliënten met verhoogd risico op witwassen en terrorismefinanciering worden streng gescreend. Het risico dat Monolith zich leent als instrument voor fraude, witwassen of terrorismefinanciering is grotendeels gemitigeerd door de voorwaarden in het Informatiememorandum, zoals onder andere de liquiditeitsvoorwaarden. Met onze toezichtstructuur, interne controleprocessen en periodieke controle van externe dienstverleners wordt het risico van fraude tot een minimum beperkt. De maatregelen die worden genomen ter voorkoming van witwassen en financiering van terrorisme worden jaarlijks geëvalueerd en vastgelegd in de Wwft risicobeoordeling.

Bovenstaande beschrijving van het risicobeheer was van toepassing tot 2 december 2022. Per 2 december is het fonds in liquidatie waarop het risicobeleid is aangepast.

Het investeringsbeleid is omgezet in een liquidatiebeleid met goede waarborgen voor een ordelijke en zorgvuldige liquidatie van de beleggingsportefeuille.

FISCALE ASPECTEN

In 2021 is met de belastingdienst overeenstemming bereikt over de omvang van de fiscale verliezen van Monolith Duitsland BV (die in 2019 is weg gefuseerd in het Fonds) en de kwalificatie van die verliezen. De belastingdienst heeft bevestigd dat de verliezen kwalificeren als normale verliezen waardoor het gebruik ervan ruimer is dan verwacht. De vervolgstap die thans wordt genomen is om met de belastingdienst overeenstemming te bereiken over de mogelijke compensatie van dit verlies met belastbare winst van het Fonds in 2021. Daartoe heeft het Fonds meer inzicht verschaft aan de belastingdienst over de belastbare winst die toerekenbaar is aan de van Monolith

Duitsland BV overgenomen bezittingen en werkzaamheden. De aangifte vennootschapsbelasting 2021 is ingediend maar zal nog door de belastingdienst moeten worden geaccepteerd. Omdat nog niet zeker is in hoeverre de belastingdienst de verliesverrekening zal accepteren, is bij de berekening van de voorziening vennootschapsbelasting geen rekening met deze verliesverrekening gehouden.

Er heeft een impairment plaatsgevonden op de te vorderen bronbelasting, vanwege de beperkte resterende looptijd van het fonds en de lange doorlooptijden die benodigd zijn om de vorderingen te innen.

RAPPORTAGE OVER DE BEDRIJFSVOERING

Gedurende de periode waarover dit verslag rapporteert hebben wij de verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij onze werkzaamheden hebben wij geen constatering gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 van het Besluit gedragstoezicht financiële

ondernemingen ('Bgfo') niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in het Bgfo en daaraan gerelateerde regelgeving. Ook is niet geconstateerd dat de maatregelen van interne controle niet effectief en overeenkomstig de beschrijving functioneren. Voor het komende jaar verwachten wij geen significante wijziging in de inrichting van de bedrijfsvoering.

VOORUITZICHTEN

2023 in het teken van de liquidatie

In vorige jaarverslagen las u hier een beknopte versie van onze vooruitzichten van de economie, van de ontwikkelingen van de bedrijfswinsten en van onze verwachtingen van de investeringen in portefeuille. In het kader van de liquidatie van het fonds, die per 2 december 2022 is gestart, zijn die fundamentele vooruitzichten niet meer relevant.

In 2023 zullen ons inzetten voor een ordelijke afwikkeling van het fonds. De focus ligt op een zo spoedig mogelijke verkoop van de investeringen, waarbij wordt beoogd om negatieve invloed op de prijs zoveel mogelijk te beperken, en uitkering van de beschikbare liquide middelen. Zoals beschreven in de paragraaf over het liquidatiebeleid zullen we extra tijd en aandacht besteden aan de mogelijkheid om

uitkeringen in natura te benutten om een zo gunstig mogelijk verloop van de liquidatie te bewerkstelligen. Wij denken het overgrote deel van de liquidatie in het lopende jaar af te ronden. De uitkeringen zullen in tranches plaatsvinden. De eerste tranche is eind januari 2023 in contanten uitgekeerd en beliep qua omvang circa 25% van het netto fondsvermogen per jaarultimo 2022. We streven er naar om in de tweede tranche een uitkering in natura en contanten te combineren zodat deze tranche groter kan zijn dan de eerste tranche. Het is op dit moment lastig in te schatten hoeveel tranches er daarna nog zullen volgen voor uitkering van het dan nog resterende deel van het netto fondsvermogen. We streven er naar alle activa van het fonds in 2023 uit te keren aan de certificaathouders.

We willen hierbij dan ook van de gelegenheid gebruik maken om onze certificaathouders hartelijk te danken voor hun interesse en jarenlange vertrouwen in Monolith. Ondanks het uitdagende investeringsklimaat de afgelopen 16 jaar hebben we tot en met het einde van deze verslagperiode een geannualiseerd netto resultaat van 7% per jaar gerealiseerd sinds de start van het fonds op 1 november 2006.

Amsterdam, 8 maart 2023

De Directie

Monolith Investment Management B.V.

Daan van Vlaardingen

René de Wolf

Monolith Investment Management B.V.

Van Hengellaan 2
1217 AS Hilversum

Datum: 18 januari 2023

Betreft: Rapportage Global Compact Compliance Screening (portefeuille per 09-12-2022)

Geachte heer/mevrouw,

Op verzoek van Monolith Investment Management B.V. (Monolith) onderzoekt Sustainalytics op kwartaalbasis de beleggingen van Monolith en de fondsen die op de shortlist staan op de naleving van internationaal gedeelde normen en waarden, zoals beschreven in de tien Global Compact principes van de Verenigde Naties (VN). De Global Compact principes gelden voor ondernemingen en omvatten de thema's mensenrechten, arbeidsomstandigheden, milieu en anti-corruptie. Monolith wenst niet te beleggen in bedrijven die in strijd handelen met de Global Compact principes.

Monolith heeft in 2022 ieder kwartaal alle fondsen in de shortlist en alle fondsen in de portefeuille door Sustainalytics op naleving van de tien principes van de Global Compact laten onderzoeken. Sustainalytics heeft de uitgevende instellingen, zoals opgenomen in de portefeuilles geanalyseerd op basis van de Global Compact principes. **Op basis van de hierboven omschreven analyse van de samenstelling van de portefeuille (meest recent per 09 december 2022) concludeert Sustainalytics dat geen van de opgenomen bedrijven in strijd handelt met de principes van de Global Compact.**

Om te beoordelen of een bedrijf in strijd handelt met de principes van de Global Compact kijkt Sustainalytics of een bedrijf betrokken is bij controversiële activiteiten. Bovendien wordt geanalyseerd in welke mate het bedrijf zich inspant om het betreffende probleem op te lossen en/of het maatregelen neemt om herhaling of verdere escalatie te voorkomen. Wanneer het bedrijf ook daarin tekort schiet, wordt het aangemerkt als "Global Compact Non-Compliant".

We hopen u hiermee voldoende te hebben geïnformeerd.

Met vriendelijke groet,

Hazel Goedhart
Director Client Relations

Sustainalytics is een onafhankelijk 'environmental, social and governance' (ESG) adviesbureau dat als doel heeft om beleggers over de hele wereld met de ontwikkeling en implementatie van verantwoorde beleggingsstrategieën te ondersteunen. Sustainalytics werkt samen met institutionele beleggers die milieu-, sociale en bestuurlijke informatie en evaluaties in hun investeringsbeslissingen wensen te integreren.



DR. HONLE
UV-lampen

OVERZICHT BELEGGINGEN IN AANDELEN

(bedragen x € 1)

PER 31 DECEMBER 2022	AANTAL	MARKTWAARDE	PERCENTAGE*
AANDELEN**			
Technotrans	339.075	8.629.459	26,90%
TOTAAL		8.629.459	26,90%
OVERIGE AANDELEN			
Acomo	60.331	1.147.496	3,58%
Arcadis	94.000	3.449.800	10,75%
Dr. Hönle	129.095	2.478.624	7,72%
GFT Technologies	40.156	1.363.296	4,25%
Kendrion	94.704	1.467.912	4,57%
Ringmetall	776.633	3.223.027	10,05%
Solar	22.599	1.884.035	5,87%
TOTAAL OVERIGE AANDELEN		15.014.190	46,79%
TOTAAL AANDELEN		23.643.649	73,69%
Uitkomst van vorderingen en overige activa min overige passiva		8.443.322	26,31%

* Percentage netto vermogenswaarde. Met percentage netto vermogenswaarde wordt bedoeld de verhouding tussen de marktwaarde van de belegging en de netto vermogenswaarde van Monolith.

** Groter dan 5% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming, dan wel gebruikmakend van de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling.

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten.

(bedragen x € 1)

PER 31 DECEMBER 2021	AANTAL	MARKTWAARDE	PERCENTAGE*
AANDELEN**			
Berentzen	496.841	3.149.972	6,77%
Dr. Hönle	115.464	4.520.416	9,72%
Kendrion	275.151	5.791.929	12,45%
Technotrans	353.890	10.439.755	22,44%
TOTAAL		23.902.072	51,38%
OVERIGE AANDELEN			
Acomo	121.445	3.023.981	6,50%
Arcadis	145.000	6.139.300	13,20%
GFT Technologies	45.000	2.076.750	4,46%
Solar	65.500	7.001.815	15,05%
Overige		1.901.975	4,09%
TOTAAL OVERIGE AANDELEN		20.143.821	43,30%
TOTAAL AANDELEN		44.045.893	94,68%
Uitkomst van vorderingen en overige activa min overige passiva		2.473.924	5,32%

* Percentage netto vermogenswaarde. Met percentage netto vermogenswaarde wordt bedoeld de verhouding tussen de marktwaarde van de belegging en de netto vermogenswaarde van Monolith.

** Groter dan 5% van het aandelenkapitaal van de betreffende onderneming, dan wel gebruikmakend van de zogenaamde aflopende deelnemingsvrijstelling.

De toelichting vormt een integraal onderdeel van de financiële overzichten.



BERENTZEN
Display van dranken

MONOLITH **LAST** **YEAR**

DE JAARREKENING

BALANS PER 31 DECEMBER (VOOR RESULTAATBESTEMMING)

(bedragen x € 1)

ACTIVA	REFERENTIE	2022	2021
BELEGGINGEN	1		
AANDELEN		23.643.649	44.045.893
TOTAAL BELEGGINGEN		23.643.649	44.045.893
VORDERINGEN	3		
BELASTINGVORDERINGEN		185.794	428.029
OVERIGE VORDERINGEN		6.503	5.892
TOTAAL VORDERINGEN		192.297	433.921
OVERIGE ACTIVA	4		
LIQUIDE MIDDELEN		10.560.205	6.078.967
TOTAAL OVERIGE ACTIVA		10.560.205	6.078.967
TOTAAL ACTIVA		34.396.151	50.558.781
PASSIVA	REFERENTIE	2022	2021
EIGEN VERMOGEN	5		
AANDELENKAPITAAL		43.224	51.582
AGIORESERVE		12.323.538	9.162.367
OVERIGE RESERVE		27.854.087	20.717.175
ONVERDEELD RESULTAAT		(8.133.878)	16.588.693
TOTAAL EIGEN VERMOGEN		32.086.971	46.519.817
LANGLOPENDE SCHULDEN	6		
BELASTINGLATENTIE		924.192	2.079.822
TOTAAL LANGLOPENDE SCHULDEN		924.192	2.079.822
KORTLOPENDE SCHULDEN	6,7		
BELASTINGSCHULD		1.151.219	1.611.976
OVERIGE SCHULDEN EN OVERLOPENDE PASSIVA		233.769	347.166
TOTAAL KORTLOPENDE SCHULDEN		1.384.988	1.959.142
TOTAAL PASSIVA		34.396.151	50.558.781
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT		148,47	180,37
CERTIFICATEN GEPLAATST BIJ DERDEN		216.123	257.912

WINST- EN- VERLIESREKENING (OVER DE PERIODE 1 JANUARI TOT EN MET 31 DECEMBER)

(bedragen x € 1)

	REFERENTIE	2022	2021
OPBRENGSTEN UIT INVESTERINGEN			
DIVIDEND	8	1.587.154	1.008.086
BRONBELASTING		(505.531)	(111.977)
TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN		1.081.623	896.109
WAARDEVERANDERINGEN BELEGGINGEN			
GEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN	10	(1.237.634)	20.276.449
ONGEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN		(8.235.261)	(378.831)
TOTAAL WAARDEVERANDERINGEN VAN BELEGGINGEN		(9.472.895)	19.897.618
OVERIGE RESULTATEN			
TOE- EN UITTREDINGSVERGOEDING	9	67.749	207.731
VALUTARESULTATEN		(70)	(2.600)
RENTEBATEN		21.627	-
OVERIGE BATEN		-	15.030
TOTAAL OVERIGE RESULTATEN		89.306	220.161
KOSTEN			
BEHEERKOSTEN	11.1	(639.257)	(795.059)
PRESTATIEVERGOEDING	11.1	200.480	(923.009)
INTERESTLASTEN	11.3	(14.397)	(23.661)
KOSTEN VAN BEWAARDER		(17.478)	(15.609)
BANKKOSTEN	11.2	(83.472)	(84.075)
ADMINISTRATIEKOSTEN		(28.426)	(33.946)
OVERIGE KOSTEN	11.5	(250.572)	(156.405)
SOM DER BEDRIJFSLASTEN		(833.122)	(2.031.764)
RESULTAAT VOOR BELASTINGEN		(9.135.088)	18.982.124
BELASTINGEN	6	1.001.210	(2.393.431)
RESULTAAT NA BELASTINGEN		(8.133.878)	16.588.693
RESULTAAT PER CERTIFICAAT		(37,64)	64,32

KASSTROOMOVERZICHT (OVER DE PERIODE 1 JANUARI TOT EN MET 31 DECEMBER)

(bedragen x € 1)

	REFERENTIE	2022	2021
KASSTROOM UIT BELEGGINGSACTIVITEITEN			
AANKOPEN VAN BELEGGINGEN		(3.529.298)	(26.084.794)
VERKOPEN VAN BELEGGINGEN		14.458.647	52.493.666
ONTVANGEN INTEREST		21.627	-
ONTVANGEN DIVIDEND		1.829.389	889.725
ONTVANGEN OVERIGE OPBRENGSTEN		-	15.030
BETAALDE BEHEERKOSTEN EN PRESTATIEVERGOEDING		(636.858)	(1.518.139)
BETAALDE BELASTINGEN		(615.177)	-
BETAALDE INTEREST		(14.397)	(23.661)
BETAALDE OVERIGE KOSTEN		(801.406)	(446.446)
NETTO KASSTROOM UIT BELEGGINGSACTIVITEITEN		10.712.527	25.325.381
KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN			
	5		
UITGIFTE VAN CERTIFICATEN		991.982	1.164.136
INKOOP VAN CERTIFICATEN		(7.290.950)	(20.787.058)
ONTVANGEN OP- EN AFSLAGVERGOEDING		67.749	207.731
NETTO KASSTROOM UIT FINANCIERINGSACTIVITEITEN		(6.231.219)	(19.415.191)
NETTO KASSTROOM		4.481.308	5.910.190
LIQUIDITEITEN BEGINSTAND BOEKJAAR		6.078.967	171.377
VALUTARESULTATEN OP LIQUIDE MIDDELEN		(70)	(2.600)
LIQUIDITEITEN EINDSTAND BOEKJAAR	4	10.560.205	6.078.967

Algemeen

Het Fonds is opgericht per 1 september 2010, als voortzetting van het in 2006 gestarte Monolith Fund, is haar activiteiten gestart per 1 november 2010 en is statutair gevestigd te Amsterdam. Het Fonds staat ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 50723006.

Berekening netto vermogenswaarde

De netto vermogenswaarde en de netto vermogenswaarde per aandeel (in euro) wordt iedere laatste waarderingdag van de kalendermaand vastgesteld door de administrateur. Dit geschiedt door de waarde van de activa, inclusief saldo van baten en lasten te verminderen met de verplichtingen (en de uitkomst daarvan te delen door het aantal uitstaande aandelen waarvan de certificaten niet worden gehouden door het Fonds). De netto vermogenswaarde per certificaat zal gelijk zijn aan de netto vermogenswaarde per aandeel. Bij de vaststelling van deze waarde zal rekening worden gehouden met vooruitbetaalde kosten, verschuldigde (maar nog niet betaalde) kosten en belastingen, een reservering voor de vaste beheerkosten en prestatievergoeding, een reservering voor verwachte belastingen en met nog te ontvangen rente.

Dividendbeleid

Door het Fonds ontvangen dividend en rente, evenals behaalde vermogenswinsten, worden in beginsel niet uitgekeerd maar geherinvesteerd. Op voorstel van de Beheerder kan een dividend

aan certificaathouders worden uitgekeerd, tenzij de algemene vergadering van aandeelhouders anders besluit. Het voorstel kan tevens een keuze- of stockdividend inhouden. Evenwel zal er per jaar niet meer dividend worden uitgekeerd dan 4% van de netto vermogenswaarde. Dividend wordt betaalbaar gesteld op een waarderingdag voorafgaand aan een transactiedag.

Wettelijk financieel toezicht

Monolith Investment Management B.V. treedt op als beheerder van het Fonds als bedoeld in artikel 1:1 sub b van de Wft gedurende de verslagperiode en als Vereffenaar per 2 december 2022. Het Fonds en de Beheerder vielen onder wettelijk toezicht van de AFM en De Nederlandsche Bank. In het algemeen is voor het aanbieden van deelnemingsrechten in beleggingsinstellingen conform artikel 2:67 Wft, een vergunning vereist. Onder bepaalde voorwaarden is dit niet vereist. Sinds 2 juli 2021 vallen het Fonds en de Beheerder onder het zogenaamde 'light regime'.

De Beheerder alsmede de directie daarvan worden aangemerkt als gelieerde partijen zoals bedoeld in artikel 1:1 van de Wet op het financieel toezicht en artikel 124 lid 1 sub a en sub c van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen. Het Fonds maakt geen gebruik van diensten van gelieerde partijen zoals bedoeld in artikel 123 lid 1 sub o van het Besluit Gedragstoezicht financiële ondernemingen. De vergoeding voortvloeiend uit het gevoerde management die aan de directie wordt uitgekeerd, wordt verantwoord in paragraaf 11.1.

GRONDSLAGEN VOOR WAARDERING EN RESULTAATBEPALING

Algemeen

De jaarrekening is opgesteld in overeenstemming met Titel 9 boek 2 BW, de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving, Wft en Bgfo. Tenzij anders vermeld worden de in de balans opgenomen posten gewaardeerd tegen de nominale waarde.

Liquidatie van het Fonds

De Beheerder heeft op 26 oktober 2022 besloten het Fonds met ingang van 2 december 2022 te liquideren. De jaarrekening is derhalve opgesteld uitgaande van de discontinuïteit van het Fonds. De waarderinggrondslagen zijn gebaseerd op de in het verleden gehanteerde grondslagen, rekening houdend met

eventuele additionele afwaarderingen van activa en het treffen van aanvullende voorzieningen. De liquidatiegrondslagen van RJ 170 hoofdstuk 2 zijn niet toegepast, aangezien na oprichting van het Fonds is besloten door de Beheerder/Vereffenaar het Fonds te liquideren waarbij voldoende middelen beschikbaar zijn voor de liquidatie van het Fonds.

Verslagjaar

Het verslagjaar valt samen met het kalenderjaar.

Vreemde valuta

Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omge-

rekend tegen de slotkoers op balansdatum. Baten en lasten in vreemde valuta worden omgerekend tegen de transactiekoers. Een transactie in vreemde valuta wordt bij de eerste verwerking in de functionele valuta gewaardeerd tegen de koers op de transactiedatum. De jaarrekening is opgesteld in euro's; dit is zowel de functionele als de presentatievaluta van het Fonds. Koersresultaten (gerealiseerd en ongerealiseerd) op vreemde valuta op financiële instrumenten worden in de resultatenrekening verantwoord onder de gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen.

Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht geeft inzicht in de herkomst van de liquide middelen die gedurende het jaar beschikbaar zijn gekomen en de wijze waarop deze zijn aangewend. Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de directe methode, waarbij onderscheid is gemaakt tussen kasstromen uit

beleggings- en financieringsactiviteiten. De liquide middelen in het overzicht bestaan uit direct opeisbare banktegoeden. Ontvangsten respectievelijk betaalde gelden uit hoofde van uitgifte respectievelijk inname van certificaten zijn opgenomen onder de kasstroom uit financieringsactiviteiten. Debetstanden en kortlopende geldposities met een negatieve waarde zijn onderdeel van het portfeuillemanagement en zijn onderdeel van de liquiditeiten in het kasstroomoverzicht.

Schattingen

Bij het toepassen van de grondslagen en regels voor het opstellen van de jaarrekening vormt de Beheerder zich verschillende oordelen en schattingen die essentieel kunnen zijn voor de in de jaarrekening opgenomen bedragen. Indien voor het geven van het vereiste inzicht noodzakelijk, zijn de aard van deze oordelen en schattingen inclusief de bijbehorende veronderstellingen opgenomen in de toelichting van de jaarrekening.

BELEGGINGEN

Algemeen

De beleggingen van het Fonds vallen onder de definitie van financiële instrumenten. Financiële instrumenten omvatten tevens in contracten besloten afgeleide financiële instrumenten (derivaten).

Classificatie

Alle beleggingen (inclusief short posities) van het Fonds worden aangehouden als investeringen voor handelsdoeleinden.

Criteria opname in balans financiële instrumenten

De volgens standaardmarktconventies afgewikkelde aankopen en verkopen van financiële activa en passiva worden administratief verwerkt op de transactiedatum van de desbetreffende aankoop of verkoop. Overige financiële activa en passiva worden verantwoord in de balans op het tijdstip dat deze zijn verkregen. De eerste waardering van financiële instrumenten op de balans vindt plaats tegen de reële waarde. De reële waarde van de financiële instrumenten bij de eerste opname zijn over het algemeen gelijk aan de kostprijs van de financiële instrumenten. De waardering van financiële instrumenten na de eerste waardering, hangt af van de classificatie van het desbetreffende instrument. Na de eerste opname worden

de financiële instrumenten op de hierna beschreven manier gewaardeerd. Een financieel instrument wordt niet langer in de balans opgenomen indien een transactie ertoe leidt dat alle of nagenoeg alle rechten op economische voordelen en alle of nagenoeg alle risico's met betrekking tot het financieel instrument aan een derde worden overgedragen. Liquide middelen en deposito's worden gewaardeerd op nominale waarde.

Waardering aandelen

Aandelen worden gewaardeerd op reële waarde. De reële waarde is het bedrag waartegen het actief kan worden verhandeld of een passief kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde partijen, die tot een transactie bereid en onafhankelijk van elkaar zijn. De reële waarde van een financieel instrument is gebaseerd op de prijsnotering indien sprake is van een actieve markt, waarbij de financiële activa en financiële verplichtingen beide worden opgenomen tegen de meest recente slotkoers. Indien niet direct een betrouwbare reële waarde is aan te wijzen, wordt de reële waarde benaderd door deze af te leiden uit de reële waarde van bestanddelen of van een soortgelijk financieel instrument, of met behulp van waarderingsmodellen en waarderingstechnieken.

Verwerking transactiekosten (aan- en verkoopkosten beleggingen)

Transactiekosten bij aankoop van beleggingen en derivaten worden direct in de winst-en-verliesrekening verantwoord. Het totaalbedrag aan separaat kwantificeerbare transactiekosten over het boekjaar wordt toegelicht in de winst-en-verliesrekening onder waardeveranderingen.

Overige activa en passiva

Overige activa en passiva worden gewaardeerd op de nominale waarde; de vorderingen, voor zover nodig, onder aftrek van een voorziening wegens oninbaarheid.

Langlopende schulden en vorderingen

Langlopende schulden en vorderingen betreffen belasting-schulden en belastingvorderingen. Deze schulden en vorderingen hebben een looptijd langer dan twaalf maanden en kunnen naar verwachting niet binnen twaalf maanden worden geïnd of afgelost. Hoe en wanneer de langlopende schulden en vorderingen worden afgewikkeld in het kader van de liquidatie is nog onbekend.

Vorderingen, kortlopende schulden en overige activa en passiva

Vorderingen, kortlopende schulden en overige activa en passiva worden bij eerste verwerking gewaardeerd op de reële waarde van de tegenprestatie. Na de eerste verwerking worden zij gewaardeerd op de geamortiseerde kostprijs. De reële waarde en de (geamortiseerde) kostprijs zijn gelijk aan de nominale waarde tenzij anders vermeld; de vorderingen worden opgenomen, voor zover nodig onder aftrek van een voorziening tegen de per balansdatum geldende wisselkoers.

Resultaatbepaling

Het resultaat wordt bepaald als het verschil tussen enerzijds de baten, zoals in de jaarrekening gedeclareerde dividenden, interest, koersresultaten en anderzijds de lasten, zoals de beheer- en prestatievergoeding. Baten en lasten worden toegerekend aan de periode waarop zij betrekking hebben. Resultaten in vreemde valuta worden omgerekend in euro's tegen de per transactiedatum geldende valutakoersen. De kosten zoals opgenomen in de winst-en-verliesrekening zijn indien van toepassing inclusief btw. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en niet-gerealiseerde waardeveranderingen op beleggingen worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode, de aankoopwaarde in mindering te

brenge. Deze waardeveranderingen zijn in de winst-en-verliesrekeningen opgenomen.

Vennootschapsbelastinglatentie

Deze belastinglatentie wordt gevormd indien sprake is van een (positief) verschil tussen de commerciële en fiscale waardering van aandelen die (nog) niet (meer) kwalificeren voor de deelnemingsvrijstelling (hierna: effecten). Bedragen die voor voorwaartse verliescompensatie in aanmerking komen (verrekenbare verliezen) worden op dit verschil in mindering gebracht. Aangezien geen betrouwbare inschatting is te maken wanneer verliezen kunnen worden verrekend met positieve fiscale resultaten, wordt uitsluitend een belastinglatentie opgenomen indien de verschillen tussen commerciële en fiscale waardering van effecten de compensabele verliezen overschrijden. De hoogte van de belastinglatentie wordt berekend door het saldo te vermenigvuldigen met het tarief vennootschapsbelasting dat voor het verslagjaar van toepassing is. De verplichting voor latente belastingen wordt gewaardeerd tegen nominale waarde.

Lopende kosten factor (LKF)

De lopende kosten factor omvat alle kosten die in de verslagperiode ten laste van het Fonds zijn gebracht exclusief de kosten van effectentransacties, interestkosten, en prestatievergoeding. De lopende kosten factor is berekend door de totale kosten in het Fonds over de verslagperiode te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde. De gemiddelde intrinsieke waarde is verkregen door de intrinsieke waardes aan het eind van de maand bij elkaar op te tellen en vervolgens te delen door het aantal waarnemingen.

Portefeuille omloopfactor (POF)

De portefeuille omloopfactor geeft een indicatie van de omloopsnelheid van de beleggingen ten opzichte van het gemiddeld fondsvermogen van het Fonds en is een maatstaf voor de gemaakte transactiekosten als gevolg van het gevoerde portefeuillebeleid en de daaruit voortvloeiende beleggings-transacties. Bij de gehanteerde berekening wordt het bedrag van de omloopfactor bepaald door de som van de aan- en verkopen van de beleggingen te verminderen met de som van de plaatsingen en opnames van eigen certificaten. De portefeuille omloopfactor wordt bepaald door het bedrag van de omloopfactor uit te drukken in een percentage van het gemiddelde Fondsvermogen dat op identieke wijze wordt berekend als bij de bepaling van de lopende kosten factor.

TOELICHTING OP DE BALANS

1. BELEGGINGEN

Mutatieoverzicht beleggingen

(bedragen x € 1)

	2022	2021
AANDELEN		
BEGINSTAND BOEKJAAR	44.045.893	50.557.147
AANKOPEN	3.529.298	24.028.794
VERKOPEN	(14.458.647)	(50.437.666)
GEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN	(1.237.634)	20.276.449
ONGEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN	(8.235.261)	(378.831)
EINDSTAND PER 31 DECEMBER	23.643.649	44.045.893

(bedragen x € 1)

	2022	2021
CONVERTEERBARE OBLIGATIES¹		
BEGINSTAND BOEKJAAR	-	-
AANKOPEN	-	2.056.000
VERKOPEN	-	(2.056.000)
EINDSTAND PER 31 DECEMBER	-	-

1. De converteerbare obligatie heeft betrekking op de conversie naar Schaltbau aandelen.

2. RISICOPARAGRAAF

Risico's van algemeen economische en politieke aard

Investerings van het Fonds zijn onderhevig aan risico's van algemeen economische aard zoals afname van economische activiteit, stijging van de rente, inflatie en stijging van grondstofprijzen. Ook kan de waarde van investeringen van het Fonds worden beïnvloed door politieke ontwikkelingen en terroristische activiteiten.

Koersrisico

Aan het investeren in het Fonds zijn financiële risico's verbonden. Investeerders dienen zich te realiseren dat de beurskoers van de effecten waarin het Fonds posities inneemt, kan fluctueren. In het verleden hebben effectenmarkten op veel momenten gunstige rendementen gegenereerd. Dit biedt echter geen indicatie dan wel garantie voor de toekomst. Door koersschommelingen kan ook de netto vermogenswaarde aan fluctuaties onderhevig zijn, wat kan betekenen dat certificaathouders niet hun volledige inleg terug zullen ontvangen bij beëindiging van hun deelname in het Fonds.

Afhankelijkheidsrisico van (personen in dienst van) de Beheerder

Het investeringsbeleid van het Fonds wordt uitgevoerd door (personen in dienst van) de Beheerder. Naast de risico's specifiek betrekking hebbend op het Fonds, zijn er risico's die specifiek betrekking hebben op de Beheerder. Het betreft onder meer risico's ten aanzien van het onverhoopt wegvallen van belangrijke personen in dienst van de Beheerder, risico's met betrekking tot de uitbesteding van (administratie)taken aan derden, aansprakelijkheidsrisico, reputatierisico en continuïteitrisico.

Risico dat de rendementsdoelstelling niet wordt gehaald

Er bestaat geen garantie dat de nagestreefde rendementsdoelstelling wordt bereikt. Er kan geen garantie worden gegeven dat analyses van het Fonds, waaronder die van verwachte ontwikkelingen, op korte of langere termijn juist zijn.

Risico dat er geen beroep op de deelnemingsvrijstelling kan worden gedaan

Het Fonds beoogt bij voorkeur een belang van 5 % of meer in een onderneming te nemen, teneinde te kunnen profiteren van de deelnemingsvrijstelling. Er is geen garantie dat er een beroep op de deelnemingsvrijstelling kan worden gedaan. Het kan voorkomen dat bijvoorbeeld door uitgifte van nieuwe aandelen door de onderneming in portefeuille de positie verwaterd, dat tijdens het opbouwen van een positie door sterke koersstijging het koersdoel al wordt bereikt of dat bij afbouw van een positie het belang onder de 5% grens komt.

Compliance risico

De Beheerder heeft geen vergunning als fondsbeheerder en staat derhalve niet onder toezicht. Voor het Fonds is een informatiememorandum beschikbaar. Het Fonds zal regelmatig in gesprek zijn met de leiding van de ondernemingen waarin wordt geïnvesteerd. Ondanks een streng intern compliance-regime bestaat het risico dat wordt geoordeeld dat het Fonds in strijd handelt met het bepaalde in de Market Abuse Regulation of andere regelgeving, hetgeen zou kunnen leiden tot maatregelen tegen het Fonds en/of de Beheerder.

Bewaarnemersrisico

Het risico van verlies van in bewaring gegeven activa als gevolg van insolvabiliteit, nalatigheid of frauduleuze handelingen van een bewaarnemer of onderbewaarnemer.

Liquiditeitsrisico investeringen

Het liquiditeitsrisico is het risico dat het Fonds moeite heeft om aan de financiële verplichtingen tegemoet te komen. Het Fonds kan periodiek worden blootgesteld aan onttrekkingen ten gevolge van inkoop van certificaten. Certificaten worden ingekocht op aanvraag van de houder op basis van de intrinsieke waarde per certificaat op het moment van de uittreding.

Het Fonds zal vooral posities nemen in 'smallcap'-ondernemingen. Het handelsvolume van de aandelen in dergelijke ondernemingen is veelal gering, terwijl het belang van het Fonds in dergelijke ondernemingen relatief groot is. Hierdoor zal het niet altijd mogelijk zijn om belangen in korte tijd op een verantwoorde manier op of af te bouwen. Ter mitigatie van het liquiditeitsrisico is de fondsstructuur van het Fonds zodanig ontworpen dat de relatief beperkte liquiditeit van de investeringen van het Fonds wordt ondervangen. De structuur voorziet erin dat de liquiditeit die geboden wordt aan certificaathouders in overeenstemming is met de liquiditeit van de investeringen van het Fonds. Een verzoek tot inkoop dient het Fonds 60 dagen voor een transactiedag te bereiken om voor inkoop op de betreffende transactiedag in aanmerking te komen, De liquiditeit van de portefeuille van het Fonds is hiermee doorgaans in overeenstemming. Voorts beschikt het Fonds – mede om het liquiditeitsrisico verder te beperken – over een kredietfaciliteit welke voorziet in een vooraf afgesproken minimum aan liquiditeiten. Ten slotte kan het Fonds onder bepaalde voorwaarden gebruik maken van mogelijkheden tot beperking van het aantal in te kopen certificaten. Zoals eerder gemeld is het Fonds inmiddels in liquidatie. De in- en verkoop van certificaten was reeds opgeschort op 3 oktober 2022 hetgeen op dezelfde datum bekend gemaakt is in een persbericht.

De directie van het Fonds is ervan overtuigd dat zij voldoende middelen heeft om aan de huidige en toekomstige behoeften van de bedrijfsactiviteiten te kunnen voldoen. Het beleid is erop gericht om voldoende liquiditeit aan te houden om ook in de toekomst aan de verplichtingen te kunnen blijven voldoen. Het overgrote deel van de passiva heeft een contractuele looptijd van minder dan dertig dagen. Het deel van de passiva met een looptijd van meer dan 12 maanden bestaat uit belastingschulden en belastingvorderingen. Hoe en wanneer de langlopende schulden en vorderingen worden afgewikkeld in het kader van de liquidatie is nog onbekend. De volgende overzichten geven inzicht in de contractuele liquiditeitsrechten- en verplichtingen van het Fonds voor toekomstige perioden:

Blotstelling Liquiditeitsrisico 2022

	TOTAAL MARKT- WAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	< 1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
ACTIVA					
BELEGGINGEN	23.643.649	23.643.649	13.830.748	9.812.901	-
VORDERINGEN	192.297	192.297	6.503	-	185.794
LIQUIDE MIDDELEN	10.560.205	10.560.205	10.560.205	-	-
PASSIVA					
EIGEN VERMOGEN	(32.086.971)	(32.086.971)	-	(32.086.971)	-
LANGLOPENDE SCHULDEN	(924.192)	(924.192)	-	-	(924.192)
KORTLOPENDE SCHULDEN	(1.384.988)	(1.384.988)	(65.493)	(1.319.495)	-
TOTAAL	-	-	24.331.963	(23.593.565)	(738.398)

Blotstelling Liquiditeitsrisico 2021

	TOTAAL MARKT- WAARDE	TOTAAL CONTRACTUELE KASSTROMEN	< 1 MAAND	1-12 MAAND	1-5 JAAR
ACTIVA					
BELEGGINGEN	44.045.893	44.045.893	37.920.910	6.124.983	-
VORDERINGEN	433.921	433.921	-	-	433.921
LIQUIDE MIDDELEN	6.078.967	6.078.967	6.078.967	-	-
PASSIVA					
EIGEN VERMOGEN	(46.519.817)	(46.519.817)	-	(46.519.817)	-
LANGLOPENDE SCHULDEN	(2.079.822)	(2.079.822)	-	-	(2.079.822)
KORTLOPENDE SCHULDEN	(1.959.142)	(1.959.142)	(63.094)	(1.896.048)	-
TOTAAL	-	-	43.936.783	(42.290.882)	(1.645.901)

Concentratierisico

Omdat er slechts geïnvesteerd zal worden in een beperkt aantal ondernemingen kan dit leiden tot sterkere schommelingen in de netto vermogenswaarde van het Fonds dan wanneer er meer spreiding plaats zou vinden.

Risico van beperkte inkoopmogelijkheid

Certificaten kunnen in beginsel alleen worden overgedragen aan het Fonds. Uitzonderingen worden beschreven in paragraaf 12 van het informatiememorandum. Het Fonds is in beginsel slechts één keer per kwartaal, op een (additionele) transactiedag, gehouden om certificaten in te kopen, waarbij geldt dat de Beheerder onder bepaalde omstandigheden gerechtigd is inkoop op te schorten of inkoopverzoeken slechts gedeeltelijk te honoreren (zie paragraaf 13 van het informatiememorandum). Het Fonds is inmiddels gesloten voor in- en verkoop per 3 oktober 2022.

Risico van hefboomeffect

Het Fonds kan investeren met geleend geld ('leverage') tot maximaal 25% van de netto vermogenswaarde van het Fonds. Bij netto vermogenswaarden van respectievelijk € 50 mln., € 75 mln. en € 100 mln. bedraagt de maximale financieringsruimte derhalve respectievelijk € 12,5 mln., € 18,75 mln. en € 25 mln. Daardoor kunnen grotere winsten maar ook grotere verliezen ontstaan (het zogenaamde 'hefboomeffect'). Daarnaast ontstaan er rentelasten. Tot zekerheid voor de terugbetaling van financieringen zijn de door het Fonds gehouden effecten verpand. Overigens beperkt het totale risico van de certificaa houder zich tot zijn inleg.

Risico van het niet realiseren van de 'verborgen waarde'

Het Fonds investeert in ondernemingen met een 'verborgen waarde', met als doel deze waarde binnen afzienbare termijn te realiseren. Er kan geen garantie worden gegeven dat het Fonds er in zal slagen haar investeringen op een juiste waardering te verkopen en dat bij verkoop het gewenste rendement wordt gerealiseerd. Er zijn situaties denkbaar waarin de onderwaardering structureel zal blijken te zijn. Als de waardeontwikkeling van een investering door het Fonds verkeerd wordt ingeschat, kan dit leiden tot verlies voor het Fonds (als de marktwaarde van een gekochte investering daalt).

Risico van derivaten

Het Fonds zal gebruik kunnen maken van beursgenoteerde derivaten, ter bescherming van ingenomen posities en vergroting van het rendement. Deze producten kunnen een hoge volatiliteit hebben, waardoor het gebruik een grote invloed kan hebben (zowel positief als negatief) op de waarde van het Fonds. Daarnaast ontstaat er een hefboomeffect. Deze risico's worden zoveel mogelijk beperkt door inachtneming van de in paragraaf 2 van het informatiememorandum beschreven investeringsbeperkingen ten aanzien van derivaten.

Risico uitlenen effecten

Ter zake van de uitleen van de in de effectenportefeuille voorkomende aandelen bestaat er het risico dat de inlener van de aandelen zijn verplichtingen tot (tijds) teruglevering van de aandelen niet nakomt. Er kan dan schade ontstaan. Dit risico wordt zoveel mogelijk ondervangen door alleen met gerenommeerde partijen transacties aan te gaan en voldoende zekerheden te bedingen.

Valutarisico's

Blootstelling aan valutarisico's ontstaat vooral met betrekking tot beleggingen in buitenlandse effecten en liquide middelen. Het Fonds dekt valutaposities in beginsel niet af. Investeringen anders dan in euro kunnen hierdoor fluctuaties in de netto vermogenswaarde van het Fonds, zowel positief als negatief, veroorzaken. Per 31 december 2022 heeft het Fonds een investering in Deense Kronen ter hoogte van 5,87% (2021: 15,05% in Deense Kronen) van de netto vermogenswaarde. Hierdoor is het Fonds blootgesteld aan een valutarisico.

(bedragen x € 1)

VALUTA	2022		2021	
	BEDRAG	% VAN DE NAV	BEDRAG	% VAN DE NAV
DEENSE KROON	1.884.035	5,87	7.001.815	15,05
TOTAAL	1.884.035	5,87	7.001.815	15,05

Een totaalbedrag van EUR 1.884.035 (2021: EUR 7.001.815) is geïnvesteerd in vreemde valuta. Deze zijn tegen reële waarde in de balans opgenomen en de mutaties daarin worden tegen reële waarde via de winst- en verliesrekening verantwoord. Als de koers van de euro op 31 december 2022 had gefluctueerd met 5% en alle andere variabelen constant worden gehouden, zou dit hebben geleid tot een stijging/ daling van de netto vermogenswaarde van EUR 94.202 (2021: EUR 350.091). Dit kan integraal worden vertaald naar impact op vermogen en resultaat, aangezien alle waarde mutaties via de resultatenrekening worden verwerkt.

Tegenpartijrisico/Kredietrisico

Het risico bestaat dat een uitgevende instelling of tegenpartij in gebreke blijft bij de nakoming van haar verplichtingen.

Publiciteitsrisico

De mogelijkheid bestaat dat het Fonds, en daardoor wellicht (indirect) ook de certificaathouders, negatief in de publiciteit komt wanneer onenigheid ontstaat met het management van een onderneming waarin is geïnvesteerd of met een andere betrokken partij.

Risico van (fiscale) wetswijzigingen en verschillen van inzicht over wetsinterpretatie

Dit is het risico dat de fiscale behandeling van het Fonds in negatieve zin wijzigt of dat wetgeving tot stand komt die een negatieve invloed heeft op het Fonds en haar certificaathouders. Een verschil van inzicht kan ontstaan ten aanzien van de door het Fonds ingenomen fiscale posities. Het Fonds beschikt over adequate fiscaal en juridisch adviseurs om de mogelijke negatieve invloed van wijzigende wet- en regelgeving zoveel mogelijk te beperken, en benadert de belastingdienst proactief om mogelijke geschillen te voorkomen.

Inflatierisico

Dit is het risico dat de koopkracht van de geïnvesteerde euro kan afnemen in geval van geldontwaarding.

Afwikkelingsrisico

Dit is het risico dat afwikkeling via een betalingssysteem niet plaatsvindt zoals verwacht, omdat de betaling of levering van de financiële instrumenten door een tegenpartij niet, niet tijdig of niet zoals verwacht, plaatsvindt.

Renterisico

Dit is het risico dat rentetarieven sterk oplopen gedurende een periode dat met geleend geld wordt geïnvesteerd.

Blootstellingen van individuele posities

2022

NAAM	AANTAL	MARKTWAARDE	LAND	SECTOR
Acomo	60.331	1.147.496	Nederland	Voeding/handel
Arcadis	94.000	3.449.800	Nederland	Bouw
Dr. Hönle	129.095	2.478.624	Duitsland	Industrie
GFT Technologies	40.156	1.363.296	Duitsland	Software
Kendrion	94.704	1.467.912	Nederland	Industrie
Ringmetall	776.633	3.223.027	Duitsland	Industrie
Solar	22.599	1.884.035	Denemarken	Industrie
Technotrans	339.075	8.629.459	Duitsland	Industrie
TOTAAL		23.643.649		

2021

NAAM	AANTAL	MARKTWAARDE	LAND	SECTOR
Acomo	121.445	3.023.981	Nederland	Voeding/handel
Arcadis	145.000	6.139.300	Nederland	Bouw
Berentzen	496.841	3.149.972	Duitsland	Dranken
Dr. Hönle	115.464	4.520.416	Duitsland	
GFT Technologies	45.000	2.076.750	Duitsland	
Kendrion	275.151	5.791.929	Nederland	Industrie
Solar	65.500	7.001.815	Denemarken	Industrie
Technotrans	353.890	10.439.755	Duitsland	
Overige		1.901.975		
TOTAAL		44.045.893		

3. VORDERINGEN

Belastingvorderingen

(bedragen x € 1)

	2022	2021
TE VORDEREN BRONBELASTING EFFECTEN	106.504	395.032
TE VORDEREN BRONBELASTING DEELNEMINGEN BUITENLAND	32.997	32.997
TE VORDEREN BRONBELASTING DEELNEMINGEN NEDERLAND	46.293	-
TOTAAL BELASTINGVORDERINGEN	185.794	428.029

De te vorderen bronbelasting deelnemingen buitenland betreft terug te vorderen dividendbelasting van EUR 32.997 (2021: EUR 32.997) van de Duitse belastingdienst en betreft een langlopende vordering. Ook de te vorderen bronbelasting effecten EUR 106.504 (2021: EUR 395.032) betreft een langlopende vordering. Er heeft een impairment plaatsgevonden op de te vorderen bronbelasting, vanwege de beperkte resterende looptijd van het Fonds en de lange doorlooptijden die benodigd zijn om de vorderingen te innen.

Overige vorderingen

(bedragen x € 1)

	2022	2021
VOORUITBETAALDE ADMINISTRATIEKOSTEN	1.393	777
VOORUITBETAALDE VERZEKERING	5.110	5.115
TOTAAL OVERIGE VORDERINGEN	6.503	5.892

De boekwaarde van de vorderingen wijkt niet af van de reële waarde.

4. LIQUIDE MIDDELEN

Dit betreft het positieve saldo op de rekening-courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank. Deze liquide middelen staan volledig ter beschikking van het Fonds.

5. EIGEN VERMOGEN

(bedragen x € 1)

	2022	2021
AANDELEN KAPITAAL²		
BEGINSTAND BOEKJAAR	51.582	76.938
UITGIFTE VAN CERTIFICATEN	1.220	1.627
INKOOP VAN CERTIFICATEN	(9.578)	(26.983)
EINDSTAND PER 31 DECEMBER	43.224	51.582
AGIORESERVE³		
BEGINSTAND BOEKJAAR	9.162.367	24.549.520
AANPASSING BEGINSTAND	5.054.272	-
UITGIFTE VAN CERTIFICATEN	990.762	1.162.510
INKOOP VAN CERTIFICATEN	(2.883.863)	(16.549.663)
EINDSTAND PER 31 DECEMBER	12.323.538	9.162.367
OVERIGE RESERVE		
BEGINSTAND BOEKJAAR	20.717.175	25.502.116
AANPASSING BEGINSTAND	(5.054.272)	-
INKOOP VAN CERTIFICATEN (DEELNEMINGSVRIJSTELLING)	(4.397.509)	(4.210.413)
VAN ONVERDEELD RESULTAAT	16.588.693	(574.528)
EINDSTAND PER 31 DECEMBER	27.854.087	20.717.175
ONVERDEELD RESULTAAT		
BEGINSTAND BOEKJAAR	16.588.693	(574.528)
TOEVOEGING AAN DE OVERIGE RESERVE	(16.588.693)	574.528
RESULTAAT LOPEND BOEKJAAR	(8.133.878)	16.588.693
EINDSTAND BOEKJAAR	(8.133.878)	16.588.693
TOTAAL FONDSVERMOGEN PER 31 DECEMBER	32.086.971	46.519.817

2. De nominale waarde van een aandeel bedraagt EUR 0,20.

3. De agioreserve kan toenemen ten laste van de winstreserve omdat in het onderhavige en voorgaande jaren mogelijk een te hoog bedrag van de agioreserve is afgeboekt. Een eventuele aanpassing wordt alleen doorgevoerd indien er geen nadelige fiscale gevolgen uit voort vloeien.

Verloopoverzicht certificaten

	2022	2021
AANTAL CERTIFICATEN PER 1 JANUARI	257.912	384.690
UITGIFTE VAN CERTIFICATEN	6.100	8.135
INKOOP VAN CERTIFICATEN	(47.889)	(134.913)
AANTAL CERTIFICATEN PER 31 DECEMBER	216.123	257.912

Meerjarenoverzicht

	2022	2021	2020
NETTO VERMOGENSWAARDE VOLGENS BALANS	32.086.971	46.519.817	49.554.046
AANTAL UITSTAANDE CERTIFICATEN	216.123	257.912	384.690
NETTO VERMOGENSWAARDE PER CERTIFICAAT	148,47	180,37	128,82

6. LANGLOPENDE SCHULDEN

Latente belastingen

Het Fonds is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat het Fonds vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door het Fonds behaalde belastbare winst. Het tarief bedraagt 15% voor de eerste € 395.000 belastbare winst en 25,8% voor het meerdere. Voor deelnemingen van 5% of meer in het nominaal gestorte aandelenkapitaal van vennootschappen die een onderneming drijven (dus andere dan fiscale beleggingsinstellingen) kan in het algemeen de deelnemingsvrijstelling worden ingeroepen. Indien het belang na (meer dan) één jaar onder de 5%-grens zakt, is de deelnemingsvrijstelling nog drie jaar van toepassing op dat belang. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over het resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen. In het buitenland ingehouden bronbelasting kan niet in aftrek worden gebracht indien de deelnemingsvrijstelling van toepassing is. De buitenlandse regels ten aanzien van vrijstelling van dividendbelasting sluiten overigens niet per se aan bij de Nederlandse deelnemingsvrijstelling. Hierdoor kan op buitenlandse deelnemingsdividenden bronbelasting verschuldigd zijn die niet kan worden teruggevraagd, verrekend of afgetrokken.

Fiscale verliezen kunnen in beginsel worden verrekend met belastbare winsten van het voorafgaande jaar en de volgende zes jaren (tot en met 2018 was dat negen jaar). Vanaf 2022 vervalt de termijn van zes jaren en zijn verliezen vanaf 1 januari 2023 onbeperkt voorwaarts verrekenbaar. Echter, deze verliesverrekeningsmogelijkheid kan onder andere worden beperkt indien het uiteindelijke aandeelhoudersbelang in het Fonds in belangrijke mate (30% of meer) is gewijzigd ten opzichte van het oudste jaar waarvan nog geen gehele verrekening heeft plaatsgevonden.

De aangiftes vennootschapsbelasting tot en met 2021 van het Fonds zijn ingediend. De aanslagen vennootschapsbelasting tot en met 2020 van het Fonds zijn conform de ingediende aangiften vennootschapsbelasting opgelegd.

De berekende belastbare winst per 31 december 2022 bedraagt EUR 8.804.339 (2021: winst van EUR 6.547.572). De uitgestelde winst bedraagt per 31 december 2022 EUR 854.991 (2021: uitgestelde winst van EUR 5.047.784). Per 31 december 2022 is een compartimenteringsreserve opgenomen van EUR 1.232.461 (2021: EUR 3.271.505), waardoor het saldo EUR 10.891.971 (2021: EUR 14.866.861) positief is.

Het belastbaar resultaat is per 31 december 2022 als volgt opgebouwd:

(bedragen x € 1)

	GEREALISEERD	NA VERREKENING
BELASTBAAR RESULTAAT 2018	(2.100.600)	(2.100.600)
BELASTBAAR RESULTAAT 2019	726.588	(1.374.012)
BELASTBAAR RESULTAAT 2020	1.067.920	(306.091)
BELASTBAAR RESULTAAT 2021	6.853.662	6.548.570
BELASTBAAR RESULTAAT 2022	2.256.769	8.804.339
BELASTBAAR RESULTAAT	8.804.339	

Het belastbaar resultaat is per 31 december 2021 als volgt opgebouwd:

(bedragen x € 1)

	GEREALISEERD	NA VERREKENING
BELASTBAAR RESULTAAT 2018	(2.100.600)	(2.100.600)
BELASTBAAR RESULTAAT 2019	726.588	(1.374.012)
BELASTBAAR RESULTAAT 2020	1.067.920	(306.092)
BELASTBAAR RESULTAAT 2021	6.853.664	6.547.572
BELASTBAAR RESULTAAT	6.547.572	

	2022	2021	2022	2021
UITGESTELDE WINST			854.991	5.047.784
COMPARTIMENTERINGSRESERVE			1.232.641	3.271.505
BELASTBAAR RESULTAAT			8.804.339	6.547.572
BELASTBARE WINST			10.891.971	14.866.861
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 15%		245.000	36.750	36.750
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 15%	395.000	-	59.250	-
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 25%		6.302.572	1.575.643	3.655.465
BELASTBAAR RESULTAAT TEGEN 25,8%	3.949.401	-	1.018.945	-
TOTALE VENNOOTSCHAPSBELASTING			2.690.588	3.692.215
REEDS BETAALD			(615.177)	-
NOG TE BETALEN			2.075.411	3.692.215
BELASTINGSCHULD PER 31 DECEMBER			1.536.802	1.612.393
BELASTINGLATENTIE PER 31 DECEMBER			538.609	2.079.822
BELASTINGLATENTIE			2.075.411	3.692.215

De belastinglatentie wordt gevormd indien sprake is van een (positief) verschil tussen de commerciële en fiscale waardering van aandelen die (nog) niet (meer) kwalificeren voor de deelnemingsvrijstelling (hierna: effecten). Bedragen die voor voorwaartse verliescompensatie in aanmerking komen (verrekenbare verliezen) worden op dit verschil in mindering gebracht. Aangezien geen betrouwbare inschatting is te maken wanneer verliezen kunnen worden verrekend met positieve fiscale resultaten, wordt uitsluitend een belastinglatentie opgenomen indien de verschillen tussen commerciële en fiscale waardering van effecten de compensabele verliezen overschrijden. De hoogte van de belastinglatentie wordt berekend door het saldo te vermenigvuldigen met het tarief vennootschapsbelasting dat voor het verslagjaar van toepassing is. De actieve en passieve latentie zijn gesaldeerd in de balans opgenomen omdat het Fonds verwacht deze posities in de toekomst op hetzelfde moment af te wikkelen.

Per 31 december 2022 bedraagt het verschil tussen commerciële en fiscale waardering van effecten en de compartimenteringsreserve EUR 2.087.632 (2021: EUR 8.319.289). Hierover is latent EUR 538.609 (2021: EUR 2.079.822) vennootschapsbelasting verschuldigd. Hiervoor is per 31 december 2022 een langlopende schuld voor latente belastingen opgenomen.

De belasting over het resultaat ten bedrage van EUR 1.001.210 (2021: EUR 2.393.431) kan als volgt worden toegelicht:

	2022	2021
RESULTAAT VÓÓR BELASTINGEN	9.135.088	18.982.124
LATENTE VENNOOTSCHAPBELASTING	538.609	781.455
ACUTE VENNOOTSCHAPBELASTING HUIDIG BOEKJAAR	539.586	1.611.976
VENNOOTSCHAPBELASTING VOORGAANDE BOEKJAREN	1.612.393	1.298.367
BELASTING OVER HET RESULTAAT	1.001.210	2.393.431
EFFECTIEF BELASTINGTARIEF	10,96%	14,53%
TOEPASSELIJK BELASTINGTARIEF	24,82%	24,84%

Het nominale VPB-tarief bedraagt in 2022 15% voor de eerste EUR 395.000 belastbare winst en 25,8% over het meerdere. Het effectieve tarief wijkt af doordat deelnemingsresultaten (positief en negatief) buiten aanmerking blijven. Per 31 december 2022 heeft het Fonds een commercieel verlies en is er geen vennootschapsbelasting verschuldigd. De effectieve VPB-druk in 2022 bedraagt hierdoor circa 10,96%.

De acut verschuldigde vennootschapsbelasting 2022 vindt haar oorzaak met name in de gerealiseerde belastbare winst op effecten.

In februari 2019 is de dochtermaatschappij Monolith Duitsland B.V. juridisch gefuseerd met het Fonds. Tot dat moment beschikte Monolith Duitsland B.V. over EUR 4.216.540 aan fiscaal compensabele verliezen, en op grond van een beschikking kan het Fonds deze fiscale verliezen verrekenen met de belastbare winsten die voortvloeien uit de bezittingen en werkzaamheden die het Fonds van Monolith Duitsland B.V. bij de fusie heeft overgenomen. Het Fonds heeft de omvang en kwalificatie van deze fiscale verliezen met de Belastingdienst afgestemd en zal met de Belastingdienst overeenstemming proberen te bereiken tot welk bedrag deze fiscale verliezen van Monolith Duitsland B.V. kunnen worden verrekend met belastbare winsten van het Fonds. Omdat Monolith Duitsland B.V. op het moment van de fusie hoofdzakelijk deelnemingen bezat, dient het Fonds te bewijzen dat uit de verkoopopbrengst van de deelnemingen gekochte effecten minus de daaraan toe te rekenen kosten belastbare winst is gerealiseerd. Vanwege de onzekerheid over de uitkomst van deze gesprekken is geen rekening gehouden met de mogelijke verrekening van deze fiscale verliezen in de jaarcijfers 2022.

7. KORTLOPENDE SCHULDEN

Overige schulden en overlopende passiva

(bedragen x € 1)

	2022	2021
NOG TE BETALEN BEHEERKOSTEN	65.493	63.094
NOG TE BETALEN PRESTATIEVERGOEDING	-	200.480
ACCOUNTANTSKOSTEN	40.000	28.000
OVERIGE NOG TE BETALEN KOSTEN	128.276	55.592
TOTAAL	233.769	347.166

Er is geen sprake van specifieke betalingscondities. De schulden uit hoofde van de beheerkosten worden onvoorwaardelijk voldaan na balansdatum.

8. OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN

Dividend

Hierin zijn verantwoord de bruto contante dividenden. De bronbelasting wordt in aftrek gebracht op de post dividend in de winst-en-verliesrekening.

9. OVERIGE RESULTATEN

Toe- en uittredingsvergoeding

Uitgiftekosten

De kosten bij uitgifte bedragen maximaal 2% van de netto vermogenswaarde per certificaat. De in rekening gebrachte opslag van 0,5% van de netto vermogenswaarde per certificaat komt ten gunste van het Fonds (mede ter dekking van de door het Fonds in verband met de uitgifte te maken transactiekosten en kosten van (mutatie van) het certificaathouderregister). De bij uitgifte in rekening gebrachte toetredingsvergoeding van 1,5% komt toe aan de Beheerder. De Beheerder kan (gedeeltelijk) afstand doen van toetredingsvergoeding. In de verslagperiode is door het Fonds voor een bedrag van EUR 4.960 (2021: EUR 3.834) aan uitgiftekosten ontvangen.

Inkoopkosten

De kosten van inkoop van certificaten bedragen maximaal 3% over het inkoopbedrag (indien inkoop plaatsvindt binnen 18 maanden nadat de betreffende certificaten zijn verworven) of maximaal 1,5% (als inkoop later plaatsvindt) over het inkoopbedrag. De in rekening gebrachte afslag van 1% van het inkoopbedrag komt ten gunste van het Fonds (mede ter dekking van transactiekosten, kosten van (mutatie van) het certificaathouderregister en een vergoeding voor eventuele 'market impact' als gevolg van de inkoop). De bij inkoop in rekening gebrachte uittredingsvergoeding komt ten gunste van de Beheerder. De Beheerder kan (gedeeltelijk) afstand doen van de uittredingsvergoeding. In de verslagperiode is voor een bedrag van EUR 62.789 (2021: EUR 203.897) aan inkoopkosten ontvangen.

10. WAARDEVERANDERINGEN VAN BELEGGINGEN

(bedragen x € 1)

	2022	2021
GEREALISEERDE KOERSWINSTEN OP AANDELEN	1.957.901	21.709.374
GEREALISEERDE KOERSVERLIEZEN OP AANDELEN	(3.195.535)	(1.432.925)
ONGEREALISEERDE KOERSWINSTEN OP AANDELEN	762.615	7.786.869
ONGEREALISEERDE KOERSVERLIEZEN OP AANDELEN	(8.997.876)	(8.165.700)
TOTAAL WAARDEVERANDERINGEN BELEGGINGEN	(9.472.895)	19.897.618

11. KOSTEN

11.1 Beheerkosten en prestatievergoeding

(bedragen x € 1)

	2022	2021
BEHEERKOSTEN	639.257	795.059
PRESTATIEVERGOEDING	-	722.529
NOG TE BETALEN PRESTATIEVERGOEDING (VOORWAARDELIJK)	(200.480)	200.480
TOTAAL BEHEERKOSTEN EN PRESTATIEVERGOEDING	438.777	1.718.068

De Beheerder zal het Fonds de volgende vergoedingen in rekening brengen:

- (i) een managementvergoeding (de beheerkosten) van 0,125% per maand over de netto vermogenswaarde per de laatste dag van de voorafgaande kalendermaand, per maand achteraf te voldoen.
- (ii) een prestatievergoeding die iedere waarderingsdag voorafgaande aan een transactiedag over de Berekeningsperiode wordt vastgesteld en in rekening wordt gebracht. Deze vergoeding komt overeen met 20% van:
de stijging van de netto vermogenswaarde per certificaat gedurende de betreffende Berekeningsperiode vermeerderd met de eventueel over die Berekeningsperiode betaalbaar gestelde dividenden;
minus een 'hurdle' van 1,5% van de High Water Mark;
vermenigvuldigd met het aantal uitstaande certificaten aan het begin van die Berekeningsperiode;
mits de netto vermogenswaarde per certificaat op de betreffende waarderingsdag hoger is dan de High Water Mark.

Over de periode 1 januari 2022 tot en met 31 december 2022 is geen onvoorwaardelijke prestatievergoeding (2021: 722.529) betaald. De voorwaardelijke prestatievergoeding van € 200.480 in 2021 is komen te vervallen.

(iii) een vaste vergoeding Vereffenaar van:

- EUR 64.113 voor de periode 2 december 2022 t/m 31 december 2022;
- EUR 465.887 voor de periode 1 januari 2023 t/m 1 augustus 2023;
- EUR 25.000 voor de maanden na 1 augustus 2023.

Beloningsparagraaf

Met de door de Beheerder ontvangen vergoedingen worden de kosten van de Beheerder gedragen. Het overgrote deel van deze kosten bestaat uit de salarissen van de medewerkers van de Beheerder. Deze kosten worden niet gedragen door het Fonds. Het beloningsbeleid van de Beheerder richt zich op het in lijn brengen van de persoonlijke doelstellingen van medewerkers met de lange termijn belangen van het Fonds. Daarbij is het beloningsbeleid 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 de Beheerder en/of het Fonds aanvaardbaar is. In het geval van variabele beloning, is het totale bedrag van de beloning gebaseerd op een combinatie van de beoordeling van de prestaties van de betrokken medewerker en de resultaten van de Beheerder en het Fonds als geheel. Bij de beoordeling van de persoonlijke prestaties worden zowel financiële als niet-financiële criteria gehanteerd. De financiële criteria zien op absolute en relatieve financiële prestaties van de Beheerder en het Fonds op zowel de lange als korte termijn. De niet-financiële criteria zien op de wijze waarop de betreffende medewerker zijn of haar functie heeft uitgeoefend, waarbij de criteria volgen uit de functieomschrijving, het persoonlijk plan en de vereiste competenties. Integriteit en risicobeheersing vormen daarvan een integraal onderdeel.

Bezoldigingsbeleid

De Raad van Commissarissen krijgt een vaste vergoeding voor hun werkzaamheden en deze bedroeg EUR 12.000 (2021: EUR 14.451) in het verslagjaar.

11.2 Bankkosten

(bedragen x € 1)

	2022	2021
KOSTEN DEPOTBANK	11.828	13.635
BANKKOSTEN EN COMMISSIES	71.644	70.440
TOTAAL BANKKOSTEN	83.472	84.075

11.3 Interestlasten

Hieronder is verantwoord de aan de bank vergoede rente op lopende schulden.

(bedragen x € 1)

	2022	2021
RENTE LENING	-	627
RENTE REKENING-COURANT	14.397	23.034
TOTAAL RENTELASTEN	14.397	23.661

11.4 Kostenvergelijking

	WERKELIJK	INFORMATIEMEMORANDUM	% AFWIJING
BEHEERKOSTEN	639.257	639.257	0.00%
OVERIGE KOSTEN	308.304	maximaal 1% van de Netto Vermogenswaarde ⁴	

11.5 Overige kosten

(bedragen x € 1)

	2022	2021
KOSTEN FISCAAL ADVIES	84.805	33.340
JURIDISCHE KOSTEN	61.745	28.824
ACCOUNTANTSKOSTEN	39.631	35.925
KOSTEN BROKER RESEARCH	15.000	3.750
KOSTEN RAAD VAN COMMISSARISSEN	12.000	14.451
PUBLICATIEKOSTEN	8.847	(1.751)
RAPPORTAGE KOSTEN	8.163	10.939
TOEZICHTHOUDERS KOSTEN	8.000	19.000
VERZEKERINGSKOSTEN	6.138	6.110
FATCA/CRS	3.947	3.755
OVERIGE KOSTEN	2.296	2.062
TOTAAL OVERIGE KOSTEN	250.572	156.405

4. De in het informatiememorandum vermelde kosten zijn grotendeels variabel met de netto vermogenswaarde. Bij uitbetaling wordt door de administrateur vastgesteld dat de factuur overeenkomt met datgene wat is opgenomen in het informatiememorandum. Afwijkingen van de werkelijke kosten tegenover de kosten volgens het informatiememorandum zijn dan ook onwaarschijnlijk. Volgens het informatiememorandum zal de Beheerder er voor zorgdragen dat de overige kosten niet meer dan 1% op jaarbasis bedragen van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds (2022: EUR 383.647, 2021: EUR 496.985). In de verslagperiode bedroegen de werkelijke overige kosten fors minder dan 1% van de gemiddelde netto vermogenswaarde.

In de kostenverantwoording over het boekjaar 2022 is geen rekening gehouden met de kosten die nog in 2023 en verder worden gemaakt om het Fonds op te heffen als gevolg van het in het boekjaar genomen liquidatiebesluit.

Kosten fiscaal advies

Van de kosten fiscaal advies in 2022 had EUR 18.409 betrekking op de liquidatie van het Fonds.

Juridische kosten

Van de juridische kosten in 2022 had EUR 40.110 betrekking op de liquidatie van het Fonds.

Accountantskosten

De in rekening gebrachte accountantskosten kunnen als volgt worden gespecificeerd:

(bedragen x € 1)

	2022	2021
CONTROLE VAN DE JAARREKENING	39.631	32.597
WERKZAAMHEDEN OMTRENT HET PROSPECTUS	-	3.328
TOTAAL	39.631	35.925

11.6 Lopende kosten factor

De lopende kosten factor wordt als volgt berekend: totale kosten gedeeld door de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds.

- Onder totale kosten worden begrepen de kosten die in de verslagperiode ten laste van het resultaat worden gebracht. De kosten verband houdend met het toe- en uittreden van deelnemers, voor zover deze gedekt worden uit de ontvangen op- en afslagen, alsmede de kosten in verband met de aan- en verkoop van investeringen, alsmede de interestlasten, alsmede de prestatievergoeding worden buiten beschouwing gelaten.
- De gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds wordt berekend als de som van de netto vermogenswaarden gedeeld door het aantal berekeningsmomenten van de netto vermogenswaarde gedurende het jaar. Voor het Fonds zijn dit twaalf berekeningsmomenten.

De lopende kosten factor voor het Fonds over de verslagperiode bedraagt: 2,47% (2021: 2,04%). Over de verslagperiode is geen prestatievergoeding (2021: EUR 923.009 waarvan EUR 200.480 voorwaardelijk) ten laste van het Fonds gebracht. De lopende kosten factor ligt 0,56% boven (2021: 0,13% boven) de indicatieve lopende kosten factor (zoals vermeld in het informatiememorandum).

11.7 Omloopfactor

De omloopfactor (portefeuille omloopfactor) wordt als volgt berekend: totale aankopen plus totale verkopen min toetredingen min uittredingen gedeeld door de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds, vermenigvuldigd met een factor 100.

De gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds wordt berekend als de som van de netto vermogenswaarden gedeeld door het aantal berekeningsmomenten van de netto vermogenswaarde gedurende het jaar. Voor het Fonds zijn dit twaalf berekeningsmomenten.

De omloopfactor voor het Fonds over de verslagperiode bedraagt 25,30 (2021: 113,94).

De bovenstaande berekeningswijze van de omloopfactor is wettelijk voorgeschreven. In deze wettelijk voorgeschreven berekeningswijze is sprake van een zogenaamde dubbeltelling aangezien zowel de aankopen als de verkopen worden meegenomen. Wij achten een berekening van de omloopfactor zonder dubbeltelling een maatstaf die de werkelijkheid beter weergeeft omdat doorgaans wanneer een investering wordt verkocht, tegelijkertijd een andere belegging wordt aangekocht. In de onderstaande tabel wordt verduidelijkt hoe de omloopfactor zich (bij gelijkblijvende netto vermogenswaarde en zonder toe- en uittredingen) verhoudt tot de gemiddelde periode dat een belegging in portefeuille wordt gehouden.

OMLOOPFACTOR (INCL. DUBBELTelling)	GEMIDDELDE PERIODE DAT EEN INVESTERING IN PORTEFEUILLE WORDT GEHOUDEN
400	0,5 jaar
200	1 jaar
100	2 jaar
40	5 jaar

De door het Fonds aan effectenbrokers betaalde commissiekosten bedragen 0,2% van het transactiebedrag. het Fonds maakt gebruik van verschillende effectenbrokers, zoals Oddo, Kepler Chevreux, Berenberg en Hauck & Aufhauser. De Beheerder ontvangt geen retourprovisie van effectenbrokers. Een uitzondering daarop is dat 'research' wordt ontvangen. De Beheerder acht dit in het belang van het Fonds en ziet dit als een normale gang van zaken.

12. OVERIGE INFORMATIE

Transacties met gelieerde partijen

In de verslagperiode hebben geen transacties met gelieerde partijen plaatsgevonden anders dan de betalingen van vergoedingen voor beheer, in overeenstemming met de bepalingen in het informatiememorandum.

Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

Administratievoering

Bolder Fund Services (Netherlands) B.V., voert onder andere de financiële- en investeringsadministratie van het Fonds. Daarnaast berekent de administrateur de netto vermogenswaarde van de certificaten conform hetgeen daarover in het informatiememorandum is bepaald en houdt het certificaathouderregister bij.

Daarnaast controleert de administrateur in opdracht van het Fonds:

- (i) dat het bestuur van het Fonds het investeringsbeleid uitvoert conform hetgeen daarover in het informatiememorandum is bepaald
- (ii) dat de uitgaande geldstromen van het Fonds overeenkomen met daadwerkelijk gemaakte kosten
- (iii) dat uittredende certificaathouders een correcte vergoeding ontvangen
- (iv) of in geval van toetredende certificaathouders, het Fonds het juiste aantal aandelen ontvangt en certificaathouders het correcte aantal certificaten.

De administrateur rapporteert periodiek - en in voorkomende gevallen onverwijld - aan de Raad van Commissarissen omtrent de bovenstaande controle.

De administrateur is onderdeel van Bolder Fund Services een internationale groep die administratieve diensten verleent aan privé cliënten, bedrijven en instellingen vanuit haar kantoren in Nederland, Luxemburg, de Britse Maagdeneilanden, Zwitserland, Verenigd Koninkrijk, Slowakije, de Kaaimaneilanden, Curaçao en de Verenigde Staten. Met de administrateur is een administratieovereenkomst gesloten, die voldoet aan de daaraan in de toepasselijke regelgeving gestelde eisen.

Uitvoering investeringsbeleid

De directie van het Fonds wordt gevormd door de Beheerder, gevestigd te Hilversum. De Beheerder is opgericht op 25 april 2006 en ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel te Amsterdam onder nummer 34247119. De statuten van de Beheerder liggen ter inzage ten kantore van de Beheerder en worden op verzoek toegezonden.

De belangrijkste taken en bevoegdheden zijn het bepalen en uitvoeren van het investeringsbeleid. De Beheerder neemt de beslissingen over de investeringsactiviteiten van het Fonds.

De Raad van Commissarissen krijgt een vaste vergoeding voor hun werkzaamheden en deze bedroeg EUR 12.000 (2021: EUR 14.451) in het verslagjaar.

NIET UIT DE BALANS BLIJKENDE VERPLICHTINGEN

Kredietfaciliteit

Met Caceis (voorheen Kas Bank) is het Fonds een kredietfaciliteit overeengekomen waarvan de hoogte afhankelijk is van de netto vermogenswaarde van het Fonds. Als zekerheid is gesteld dat Caceis een eerste pandrecht heeft op de bij Caceis in depot gehouden effecten.

Persoonlijk belang directie van de Beheerder

De directie van de Beheerder heeft geen persoonlijke belangen (2021: geen persoonlijke belangen) in investeringen waarin het Fonds ook investeert per ultimo boekjaar. De directie van de Beheerder heeft een belang van 21.286 certificaten (2021: 27.510 certificaten) in het Fonds.

Personeel

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

Bestemming van het resultaat over het jaar 2022

De directie stelt met goedkeuring van de Raad van Commissarissen aan de Algemene Vergadering van Aandeelhouders voor het resultaat over het boekjaar 2022 ten bedrage van EUR 8.133.878 geheel ten laste van de overige reserves te brengen en over 2022 geen dividend uit te keren. Het resultaat 2022 is opgenomen onder het onverdeeld resultaat.

Gebeurtenissen na balansdatum

Op 23 januari 2023 is er besloten om een liquidatie-uitkering uit de agio te doen van EUR 37,05 per certificaat met een totaal van EUR 8.007.357. Deze uitkering is 27 januari 2023 grotendeels uitbetaald aan de certificaathouders.



TECHNOTRANS
Koelsysteem

FISCALE ASPECTEN

Vennootschapsbelasting

Het Fonds is een naamloze vennootschap, hetgeen betekent dat het Fonds vennootschapsbelastingplichtig is ten aanzien van de door het Fonds behaalde belastbare winst. Het tarief bedraagt 15% voor de eerste € 395.000 belastbare winst en 25,8% voor het meerdere (2022). Voor deelnemingen van 5% of meer in het nominaal gestorte aandelenkapitaal van vennootschappen die een onderneming drijven (dus anders dan fiscale beleggingsinstellingen) kan in het algemeen de deelnemingsvrijstelling worden ingeroepen. Indien het belang na één jaar onder de 5%-grens zakt, is de deelnemingsvrijstelling nog drie jaar van toepassing op dat belang. Dit betekent dat geen belasting wordt geheven over van dergelijke deelnemingen ontvangen dividend, noch over het resultaat behaald bij vervreemding van de desbetreffende aandelen.

Fiscale verliezen van 2018 en eerder kunnen in beginsel worden verrekend met belastbare winsten van het voorafgaande jaar en de volgende negen jaren. Vanaf 2019 is de termijn van negen jaren verkort tot zes jaren. De termijn van zes jaren vervalt vanaf 2022 en verliezen zullen vanaf 1 januari 2023 onbeperkt voorwaarts verrekenbaar zijn. Echter, deze verrekeningsmogelijkheid kan onder andere worden beperkt indien het uiteindelijke belang in het Fonds in belangrijke mate (30% of meer) is gewijzigd ten opzichte van het oudste jaar waarvan nog geen gehele verrekening heeft plaatsgevonden. In de jaren waarin het Fonds een belastbare winst realiseert, wordt verrekening gevraagd met eerder gemaakte fiscale verliezen. Dit standpunt is gebaseerd op een schriftelijke bevestiging van de belastingdienst voor de rechtsvoorganger van het Fonds, het fonds voor gemene rekening.

Dividendbelasting

De Depotbank zal namens het Fonds in beginsel dividendbelasting van 15% inhouden en afdragen op winstuitkeringen aan certificaathouders. In Nederland woonachtige natuurlijke

personen kunnen deze dividendbelasting gewoonlijk volledig verrekenen met hun inkomstenbelasting. In Nederland gevestigde vrijgestelde pensioenfondsen en stichtingen kunnen de dividendbelasting gewoonlijk terugvragen.

Het Fonds streeft ernaar om ingekochte certificaten direct bij anderen te plaatsen ('matching'). Ten aanzien van deze ter tijdelijke investering ingekochte certificaten zal geen dividendbelasting worden ingehouden. In het geval van inkoop van certificaten waarvoor geen matching mogelijk is en die dus terstond worden ingetrokken zal 15% dividendbelasting worden ingehouden voor zover de inkoopprijs meer bedraagt dan het gemiddeld op de certificaten gestort kapitaal, tenzij er mogelijkheid is om het verschil tussen de inkoopprijs en het lagere gemiddeld gestort kapitaal geheel ten laste te brengen van de agioreserve. Het benutten van de mogelijkheid tot ten laste bringing van de agioreserve wordt slechts bepaald door de Directie.

Bij winstuitkeringen noch bij inkoop (ter tijdelijke belegging of intrekking) van certificaten zal dividendbelasting worden ingehouden indien de certificaathouder voor zijn belang de deelnemingsvrijstelling kan inroepen en de certificaten behoren tot het vermogen van zijn in Nederland gedreven onderneming. Eveneens zal worden afgezien van inhouding dividendbelasting indien het belang van certificaathouder kwalificeert onder moeder-dochter Richtlijn 90/435/EEG, zoals laatstelijk gewijzigd door Richtlijn 2015/121/EU, en geïmplementeerd in de dividendbelasting. In beide gevallen is het nodig dat de gerechtigde daartoe tijdig een verklaring aan de Depotbank overhandigt.

Amsterdam, 8 maart 2023

De Directie

De Beheerder en Vereffenaar

OVERIGE GEGEVENS

Statutaire regeling betreffende de bestemming van het resultaat

In artikel 28 van de statuten van het Fonds staat het volgende opgenomen betreffende de resultaatbestemming:

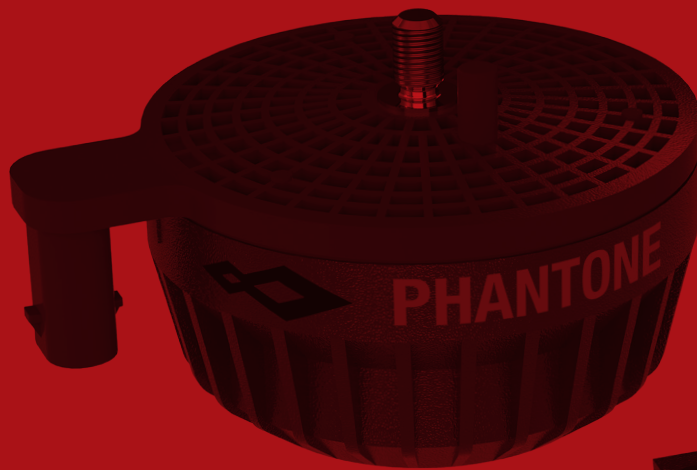
- 28.1 De in een boekjaar behaalde winst staat ter beschikking van de algemene vergadering.
- 28.2 De vennootschap kan slechts uitkeringen doen voor zover het eigen vermogen groter is dan het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.
- 28.3 Uitkering van winst geschiedt na de vaststelling van de jaarrekening waaruit blijkt dat zij geoorloofd is. De vorderingen

tot betaling van dividend van de aandeelhouders jegens de vennootschap verjaren door verloop van vijf jaren nadat zij betaalbaar zijn gesteld.

- 28.4 De algemene vergadering kan met inachtneming van het bepaalde in lid 2 van dit artikel besluiten tot een tussentijdse uitkering en tot uitkeringen ten laste van een reserve die niet krachtens de wet moet worden aangehouden.
- 28.5 Bij de berekening van het op de aandelen uit te keren bedrag tellen de aandelen die de vennootschap in haar kapitaal houdt niet mee.

Controleverklaring

De controleverklaring van de onafhankelijke accountant wordt weergegeven op de volgende pagina's.



KENDRION
AVAS Sound System

CONTROLEVERKLARING

CONTROLEVERKLARING VAN DE ONAFHANKELIJKE ACCOUNTANT

Aan de aandeelhouders en de Raad van Commissarissen van Monolith N.V. in liquidatie

VERKLARING OVER DE IN HET JAARVERSLAG OPGENOMEN JAARREKENING 2022

Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2022 van Monolith N.V. in liquidatie te Amsterdam gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van Monolith N.V. in liquidatie op 31 december 2022 en van het resultaat over 2022 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW).

De jaarrekening bestaat uit:

1. de balans per 31 december 2022;
2. de winst-en-verliesrekening over 2022; en
3. de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

De basis voor ons oordeel

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

Wij zijn onafhankelijk van Monolith N.V. in liquidatie zoals vereist in de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

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

Informatie ter ondersteuning van ons oordeel

Wij hebben onze controlewerkzaamheden bepaald in het kader van de controle van de jaarrekening als geheel en bij het

vormen van ons oordeel hierover. Onderstaande informatie ter ondersteuning van ons oordeel en onze bevindingen moeten in dat kader worden gezien en niet als afzonderlijke oordelen of conclusies.

CONTROLEAANPAK FRAUDERISICO'S

Wij verwijzen naar het onderdeel risicobeheer in het directieverslag, waarin de beheerder een verwijzing naar haar frauderisico's en beheersing heeft opgenomen.

Wij hebben in de controle aandacht gehad voor het risico op het doorbreken van interne beheersingsmaatregelen door het management en frauderisico's rondom de opbrengstenverantwoording.

Wij hebben de opzet geëvalueerd van de relevante maatregelen van interne beheersing die deze risico's moeten mitigeren. Wij hebben o.a. journaalposten geselecteerd op basis van risicocriteria en hierop specifieke controlewerkzaamheden verricht waarbij wij tevens aandacht hebben besteed aan significante transacties buiten de normale bedrijfsuitoefening. Tevens hebben wij o.a. specifieke controlewerkzaamheden verricht ten aanzien van belangrijke schattingen van het bestuur. Daarnaast hebben wij overige passende controlewerkzaamheden uitgevoerd.

De hiervoor vermelde werkzaamheden zijn uitgevoerd in het kader van de controle van de jaarrekening. Ze zijn daarom niet gepland en uitgevoerd als een specifiek onderzoek gericht op fraude. Deze werkzaamheden hebben niet geleid tot bevindingen.

CONTROLEAANPAK CONTINUÏTEIT

In het verslag van de directie is toegelicht dat gedurende het boekjaar een besluit is genomen het fonds te liquideren. Zoals toegelicht in de jaarrekening is de jaarrekening opgesteld uitgaande van discontinuïteit van het fonds. De waarderingsgrondslagen zijn gebaseerd op de in het verleden gehanteerde grondslagen, rekening houdend met eventuele additionele afwaarderingen van activa en het treffen van aanvullende voorzieningen. Omdat (her)waarderingen van de beleggingsportefeuille voor rekening en risico komen van de participanten van het fonds

en de omvang van de huidige en toekomstige verplichtingen jegens derden zodanig is dat deze volgens de beheerder de mogelijkheid tot afwikkeling van het fonds niet beïnvloeden, heeft de beheerder afgewogen dat er geen aanpassing op de waarderingsgrondslagen ten opzichte van voorgaand jaar toegepast hoeft te worden. Onze werkzaamheden om de continuïteitsbeoordeling van de beheerder te evalueren omvatten onder andere inspectie van relevante juridische documenten, de controle van en het verkrijgen van inzicht in de beleggingen evenals controlewerkzaamheden op de verplichtingen van het fonds.

VERKLARING OVER DE IN HET JAARVERSLAG OPGENOMEN ANDERE INFORMATIE

Naast de jaarrekening en onze controleverklaring daarbij, omvat het jaarverslag andere informatie.

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

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

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

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

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

BESCHRIJVING VAN VERANTWOORDELIJKHEDEN MET BETREKKING TOT DE JAARREKENING

Verantwoordelijkheden van de directie en de raad van commissarissen voor de jaarrekening

De directie is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming Titel 9 Boek

2 BW. In dit kader is de directie verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing die de directie noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet de directie afwegen of de vennootschap in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemde verslaggevingsstelsel moet de directie de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteits-veronderstelling, tenzij de directie het voornemen heeft om de vennootschap te liquideren of de bedrijfsactiviteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is.

De directie moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of de vennootschap haar bedrijfsactiviteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

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

Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

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

Onze controle is uitgevoerd met een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle materiële fouten en fraude ontdekken.

Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel. Wij hebben deze accountantscontrole professioneel kritisch uitgevoerd en hebben waar relevant professionele oordeelsvorming toegepast in overeenstemming met de Nederlandse controlestandaarden, ethische voorschriften en de onafhankelijkheidseisen. Onze controle bestond onder andere uit:

-
- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
 - het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de vennootschap;
 - het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
 - het vaststellen dat de door de directie gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gereede twijfel zou kunnen bestaan of de onderneming 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 onderneming 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 Raad van Commissarissen onder andere over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over de significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele significante tekortkomingen in de interne beheersing.

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

Rotterdam, 8 maart 2023

Mazars Accountants N.V.

Origineel getekend door: drs J.A. van Muijlwijk-Duijzer RA

CONTACT

Monolith Investment Management B.V.

Van Hengellaan 2
1217 AS Hilversum
www.monolith.nl

Daan van Vlaardingen

+31(0)20 428 8803

René de Wolf

+31(0)20 428 7490



SOLAR

Distributiecentrum en order picking



M O N O L I T H
INVESTMENT MANAGEMENT

