

Notulen AVA 2019

Notulen van de Algemene vergadering van aandeelhouders van de Nederlandse Beleggingsmaatschappij voor Zeeschepen NV (NBZ) gevestigd te Rotterdam, gehouden op donderdag 23 mei 2019 in het Engels Meeting & Conference Center, Groot Handelsgebouw te Rotterdam.

Aanwezig:

- Raad van commissarissen: B. de Vries (president-commissaris) en J. Koelewijn
- Annexum Beheer BV: H.W. Boissevain, F.H. Nauta, M. Steenhuis en J.A. Kroodsmas
- Participanten/aandeelhouders:

Totaal aantal participaties/aandelen	474.426	100%
In persoon aanwezig	34.026	7%
Volmachten	279.318	59%
Totaal aantal vertegenwoordigde stemmen	313.344	66%

- Accountantskantoor Grant Thornton wordt vertegenwoordigd door de heren Van Vuure en Van den Berg

De heer B. de Vries is voorzitter van de vergadering; dit heeft ieders instemming. De notulen worden samengesteld door het bureau Rosenbaum Select, notulisten & verslaggevers te Utrecht.

1. Opening

De voorzitter heet de aanwezigen welkom en opent de vergadering. Het jaarverslag kan op de website NBZfonds.nl worden geraadpleegd; daar zal de slidepresentatie ook bij worden geplaatst.

2. Goedkeuring notulen van de AVA van 24 mei 2018

De tekst van de notulen wordt vastgesteld. Er zijn geen vragen of opmerkingen naar aanleiding van de inhoud.

3. Verslag van de raad van commissarissen over 2018

Het verslag van de raad van commissarissen is opgenomen in het jaarrapport. De heer Schlichting stelt dat de beleidsrichting na de 'vriesperiode' hem niet geheel duidelijk is; er wordt gesproken van het 'benaderen van grotere investeerders,' zonder verdere toelichting. Naar zijn mening kan van de aandeelhouders niet gevraagd worden het verslag vast te stellen, nu zij de beleidsrichting niet kennen. De voorzitter stelt voor deze vraag te behandelen als het lopende jaar aan de orde is. De raad van commissarissen heeft hierover in 2018 geen enkel besluit genomen; slechts het mogelijke vervolg van het fonds is in 2019 concreter geworden.

Volgens de heer Schlichting is het niet mogelijk om decharge te verlenen zolang er geen duidelijkheid is over het beleid; de aandeelhouders weten dan immers niet wat zij precies goedkeuren. Hierop wijst de voorzitter erop dat de decharge het boekjaar 2018 betreft. In het verslag over dat boekjaar is aangegeven dat er mogelijkheden worden onderzocht; deze worden bij de behandeling van de stand van zaken van het lopende boekjaar nader toegelicht. Vervolgens beslissen de aandeelhouders over de te kiezen richting, zij hebben het laatste woord.

Zie de derde alinea van het verslag van de raad van commissarissen: daar wordt naar de mening van de heer Schlichting aangegeven dat de raad van commissarissen betrokken is geweest bij herijking van de strategie van het fonds. Daaruit leidt hij af dat de herijking een feit is. De voorzitter verduidelijkt dat er met het bestuur *van gedachten is gewisseld* over de strategie – er is *geen besluit genomen* over de strategie. Zoals bekend werd er een 'vriesperiode' ingesteld omdat het grote moeite kostte om kapitaal aan te trekken, waardoor emitteren tijdelijk niet aan de orde

was. Intussen werden de ontwikkelingen in de markt nauwkeurig gemonitord. Omdat er op enig moment een einde zou moeten komen aan de 'vriesperiode' werd er nagedacht over mogelijke vervolgsenario's, waarvan de geopperde liquidatie van het fonds er slechts een is. Raad van commissarissen en directie hebben de verschillende scenario's overwogen en hebben daar uiteraard ook een visie op, echter, de definitieve beslissing is aan de vergadering. Een belangrijke strategische keuze zou verdere groei van het fonds kunnen zijn, waarvoor een emissie zal moeten plaatsvinden. Raad van commissarissen en directie zullen daarover geen besluit nemen zonder dat de vergadering zich erover heeft uitgesproken. De voorzitter wijst er nadrukkelijk op dat er op geen enkel besluit is of wordt voorgesorteerd.

Volgens de heer Schlichting zijn er ook andere routes. Sinds hij aandeelhouder is (december 2018) heeft hij geconstateerd dat het fonds onder potentieel presteert en dat de kosten in 2018 met een derde zijn gestegen. In het jaarverslag wordt dit niet als probleem gesignaleerd, wat het naar zijn mening wél is. In het totale beleid mist hij het gevoel van urgentie om in te grijpen. Hierop legt de voorzitter uit dat de omvang van het fonds het knelpunt is – daar is geen verschil van mening over. Om die reden heeft de algemene vergadering enige jaren geleden een 'vriesperiode' ingesteld. Over de beurskoers zijn allen het eens: die is (te) laag. Echter, het zijn de aandeelhouders die stukken kopen en verkopen, en daarbij de koers aangeven. Het is belangrijk dat er waarde wordt toegevoegd volgens een nieuwe strategie – waarover de aandeelhouders beslissen.

Hierover wordt nog even van gedachten gewisseld; het onthouden van decharge, stelt de heer Koelewijn, is niet het instrument om ontevredenheid of boosheid te uiten. Naar de mening van de raad van commissarissen heeft het bestuur in 2018 zijn werk goed gedaan; daarvoor wordt decharge gevraagd.

Vervolgens keuren de aanwezigen het verslag van de raad van commissarissen goed.

4. Verslag van de beheerder over 2018

Mondelinge toelichting door de heer Nauta. De groei van de wereldhandel is in 2018 enigszins teruggelopen, van 4,7% naar 3,3%. De markt waarin NBZ opereert, hangt daarmee samen. Investeerders in de scheepvaartmarkt richten zich hoofdzakelijk op de markt voor droge lading, die zich in 2018 bemoedigend herstelde. Daar iets meer dan de helft van de portefeuille van NBZ uit tankers bestaat, is ook dat een belangrijk segment voor het fonds; ook die markt herstelde zich, zoals al werd verwacht.

In 2018 heeft het fonds geïnvesteerd in drie chemicaliënschepen van Parchem III, welke hoofdzakelijk in de Caraïben actief zijn. Ook werden er contracten gesloten met Thor Dahl voor twee containerschepen die vooral in het Verre Oosten worden ingezet. Voor de Michelle en de Svetlana werden nieuwe leningen afgesloten; de Svetlana werd verkocht tegen de overeengekomen prijs, maar zij werd wel in de zekerheidsstructuur voor de lening voor de Michelle ondergebracht. Daarmee werd de zekerheidspositie verstevigd, stelt de heer Nauta, met behoud van de afgesproken rente.

Een deel van het belang in Dyvi Cable werd verkocht. Op termijn zal de resterende 2% ook worden verkocht. Een van de aanwezigen concludeert dat er op deze investering een rendement van 18% per jaar werd gehaald. Dat klopt, bevestigt de heer Nauta, vanaf het begin van de investering tot aan het eind is het rendement 18% per jaar geweest. Hij veronderstelt dat dit ook op de resterende 2% haalbaar is.

RESULTAAT

Het fonds omvat nu participaties in zestien schepen in zeven markten. De winst van NBZ ontwikkelde zich gunstig; sinds de bulk carriers Elbia en Elenia werden aangekocht, is de markt substantieel beter geworden. Er werd in stukken gehandeld op de Noorse markt, waardoor er een boekwinst werd gehaald. De heer Nauta noemt de transactie met de containerschepen Thorswind en Thorsky 'redelijk saai, echter met goed rendement.' Het fonds stapte een jaar voor het einde van de looptijd in; aan het einde van dit jaar zal er tegen putwaarde worden verkocht. De Henriëtta en de Lesley varen, evenals de drie nieuwe chemicaliënschepen, in het Caraïbisch gebied. Het heeft daar in 2018 flink gestormd, waar niet de schepen maar de terminals last van hebben gehad. De heer Nauta geeft aan dat dit het fonds niet raakt.

Het grote waardeverschil van de gasschepen Wincanton, Gas Master en Gas Mariner heeft te maken met aan- en verkooptransacties in de Noorse markt, die zich goed ontwikkelde. Het belang in de Cable Innovator zal worden afgestoten.



Al met al is 2018 geen slecht jaar geweest, stelt de heer Nauta; als het fonds in 2019 vergelijkbaar presteert, zou dat niet ontevreden stemmen. De kosten zijn een punt van aandacht, want deze zijn aanzienlijk gestegen. Een van de redenen is de btw. Fondsbeheerder Annexum is sinds begin 2018 btw-vrijgesteld en heeft dientengevolge geen recht op vooraf trek, waardoor de kostenvoet bij het fonds hoger is. Het fonds had zelfstandig recht op vooraf trek van BTW, maar heeft dat door de verkoop van de Svetlana (september 2018) niet meer omdat er niet meer rechtstreeks een schip wordt geëxploiteerd. Op twee fronten derhalve wordt het fonds geraakt door wijziging in btw-status. Hiermee is € 35.000 van de totale kostenstijging van € 100.000 verklaard.

Er is een onvoorzien bedrag van € 10.000 aan advieskosten betaald omdat deze post te laag werd gebudgetteerd. Er waren in 2018 ook enige incidentele kostenposten waar geen rekening mee gehouden was, waaronder advieskosten met betrekking tot de btw kwestie en een nagekomen kostenpost aan management fee. Grant Thornton heeft afstand gedaan van zijn vergunning voor het controleren van beursgenoteerde vennootschappen. Er moet daarom een ander kantoor worden aangetrokken, waarschijnlijk een van de 'big four'. Dit zal helaas een kostenstijging tot gevolg hebben. Later in de vergadering zal daarvoor een volmacht worden gevraagd.

De intrinsieke waarde per aandeel is iets gestegen omdat het fonds iets meer winst heeft gemaakt. Er werd US\$ 0,48 dividend per aandeel uitgekeerd. Volgens een van de aanwezigen is er over het eerste kwartaal 2019 nog niets uitgekeerd. De heer Nauta bevestigt dit; een uitkering van US\$ 0,12 per aandeel vindt begin juni plaats.

Welke kostenbesparende maatregelen worden er genomen? De heer Nauta geeft aan dat er wordt gewisseld van administratiekantoor, wat vanaf 2020 tot lagere kosten zal leiden. Ook zal de structuur van de organisatie worden vereenvoudigd, wat mogelijk een besparing van € 20.000 à € 30.000 kan opleveren. Volgens een van de aanwezigen zal het opheffen van de *feeder*-fondsen ook een aanzienlijke besparing opleveren. Hierop meldt de heer Steenhuis dat hij het afgelopen najaar alle aandeelhouders van de feedervenootschappen heeft gemeld dat NBZ voornemens is ze te liquideren, en hen in overweging heeft gegeven om hun aandelen om te wisselen voor beursgenoteerde A-aandelen. Echter, bij liquidatie van de feederfondsen krijgen de participanten een liquidatie-uitkering. Daarbij is het liquidatieverlies fiscaal aftrekbaar. Hierdoor is het voor aandeelhouders van feederfondsen niet erg interessant om er uit zichzelf uit te stappen. De heer Steenhuis geeft aan dat er aan het opheffen van de feederfondsen wordt gewerkt, want op de aankondiging daartoe zijn er geen bezwaren binnengekomen.

Zie de specificatie van de management fee; wat valt er onder de post 'Overig?' De heer Nauta meldt dat hierin de kosten voor het accountantskantoor PWC zijn begrepen en de kosten voor NBZ Norway. Ook de nagekomen kostenpost voor NBZ Management valt eronder.

De eenvoudige balans is in vergelijking met de geconsolideerde balans nogal zwaar aangezet, wordt opgemerkt. Waarschijnlijk heeft dit te maken met de verhouding tussen de hoofd-NV en de onderliggende vennootschappen. Kan dit worden opgeschoond? Volgens de voorzitter wordt daaraan al gewerkt; dat gaat stap voor stap. De resultaten zullen eerst in 2020 in de cijfers zichtbaar worden.

Klopt het dat NBZ hoofdzakelijk transacties op de Noorse markt doet? De heer Nauta bevestigt dit. De Noorse markt is goed ontwikkeld, maar daarnaast is spreiding een belangrijk strategisch uitgangspunt. Op de Noorse markt is het mogelijk kleine aandelen in verschillende schepen te kopen. Daarnaast heeft die markt een zekere mate van liquiditeit, wat het fonds in staat stelt om middelen snel renderend te beleggen. Andere markten, bijvoorbeeld de Zuidoost-Aziatische of de Amerikaanse, bieden die mogelijkheden ook wel, maar daarbij moet worden aangetekend dat NBZ een beperkte omvang heeft. Dit geldt ook voor de organisatie zelf. Met een kleine bezetting is het niet mogelijk om de hele internationale scheepvaartmarkt te bestrijken.

Op een vraag van de heer Rienks legt de heer Nauta uit dat het fonds jaarlijks ongeveer US\$ 1 miljoen beschikbaar heeft om te besteden aan nieuwe transacties. Wat na aftrek van kosten en uitkering overblijft, wordt geherinvesteerd. Wellicht, stelt de heer Rienks, kunnen grote beleggers (€ 250.000 en meer) zelf wel participaties in Noorwegen kopen. Zij hebben NBZ dan niet nodig. De voorzitter legt uit dat niet elke belegger even actief wil zijn. Rechtstreeks beleggen betekent ook zelf beheren; lang niet elke belegger kiest daarvoor.



Is er in 2018 contact geweest met mogelijke nieuwe investeerders? Dat is het geval, antwoordt de voorzitter. Vervolgens stelt de heer Schlichting dat Annexum een specialist in vastgoedfondsen is. Hoe reageren mogelijke nieuwe *scheepvaart* investeerders daarop? De heer Nauta stelt dat dit voor de investeerders waarmee hij heeft gesproken geen issue is. De organisatie Annexum speelt een belangrijke rol bij de compliance en het fondsmanagement; daarbij worden de scheepvaartzaken uitgevoerd door de heren Nauta en Steenhuis.

De heer Schlichting is voorts benieuwd naar de mening van de investeerders over het fonds. Hierop stelt de voorzitter dat het dividendrendement van circa 10% meestal de aandacht trekt – daar loopt men warm voor. Het goede dividendrendement is dan ook een van de belangrijkste verkoopargumenten. Nieuwe of bestaande aandelen? Dat is aan de investeerder in kwestie. Alleen bij een emissie kunnen er nieuwe aandelen worden gekocht; de koers die dan geldt hangt af van allerlei omstandigheden.

De heer Schlichting heeft berekend dat de intrinsieke waarde per aandeel zal dalen tot € 7,50 als wordt ingezet op verdubbeling van het kapitaal bij een emissie tegen de huidige koers. Dat kan kloppen, zegt de voorzitter, en als alle aandeelhouders diezelfde mening zijn toegedaan, zal een emissievoorstel niet worden goedgekeurd. De heer Schlichting stelt dat hij meer heil ziet in *delisting* (van de aandelenbeurs halen) en het vervolgens creëren van een nieuwe categorie aandelen. Hierop geeft de voorzitter aan dat het eenieder vrij staat om dit voor te stellen, maar dat het bestuur nu juist streeft naar vereenvoudiging. Oplossingen waarbij nieuwe categorieën aandelen worden gecreëerd, kunnen niet anders dan tot hogere kosten leiden, terwijl de inzet nu juist is om de kosten omlaag te brengen. De heer Schlichting stelt dat het bestaan van B-aandelen geen kosten veroorzaakt – het bestaan van feederfondsen wel. Hij pleit sterk voor het instellen van B- of C-aandelen voor institutionele partijen, tegen aangepaste kosten.

De heer Koelewijn merkt op dat het fenomeen van verwatering bij emissie bekend is; de raad van commissarissen is zich daarvan bewust. Echter, verhoging van de kapitaalbasis leidt ook tot relatieve verlaging van de vaste kosten waardoor het rendement toch stijgt. Stijging van de beurskoers is in het belang van de aandeelhouders – alle mogelijkheden die daartoe zouden kunnen leiden, worden dan ook steeds zorgvuldig afgewogen. Volgens de heer Schlichting draagt daling van de intrinsieke waarde per aandeel niet bij aan een betere koers, maar de heer Koelewijn brengt daar tegenin dat beleggers over het algemeen meer belang hechten aan netto cashflow.

De heer Schlichting wijst erop dat de helft van de activa van het fonds kortlopend is. De beurswaarde van het fonds is nagenoeg in kas; er zou wel € 4 per aandeel aan superdividend uitgekeerd kunnen worden. Maar, stelt de voorzitter, dan pleit u voor liquidatie van het fonds. Uitkeren van superdividend betekent dat de kapitaalbasis aanzienlijk zal worden ingekrompen. De kosten zijn dan dusdanig dat er niets anders resteert dan liquideren, terwijl NBZ nu een dividendrendement van 10% geeft. Het is maar de vraag of er bij herinvestering eenzelfde rendement kan worden gehaald. De heer Schlichting is van mening dat liquidatie en voortzetting zonder beursnotering meer oplevert dan de huidige beurskoers.

5. Vaststellen jaarrekening 2018 NBZ NV

Er zijn geen vragen of opmerkingen over de jaarrekening. Deze wordt met unanieme instemming vastgesteld.

6. Decharge van Annexum Beheer BV en raad van commissarissen

Een persoon (28.308 aandelen) stemt tegen dechargeverlening. Geen van de aanwezigen onthoudt zich van stemming; namens de overige aandelen wordt voor gestemd, waarmee aan Annexum Beheer BV en aan de raad van commissarissen decharge is verleend voor het in 2018 gevoerde beheer en beleid.

7. Mededelingen directie over het lopende boekjaar

PORTFOLIOMANAGEMENT

De directie streeft optimale spreiding na. Daarnaast wordt er belegd in participaties die cash rendement opleveren en wordt er getracht om winst te halen op verkoop en aankoop van activa.

MARKTOMGEVING

In 2018 lieten alle markten waarop NBZ opereert goede ontwikkelingen zien. Van de tankermarkt in het bijzonder wordt dit jaar verdere verbetering verwacht. Desondanks wordt er gewerkt met een bescheiden orderboek omdat de



financieringsmogelijkheden voor bedragen van US\$ 5 miljoen tot circa US\$ 25 miljoen beperkt zijn. Partijen uit het Verre Oosten zijn wel bereidwillig, echter uitsluitend met betrekking tot grotere transacties voor grote rederijen.

DIVIDENDBELEID

Het fonds keert viermaal per jaar dividend uit, wat onder meer handlingkosten met zich meebrengt. Bovendien remmen vier uitkeringen per jaar de organische groei van het fonds omdat steeds bijna alle winst wordt uitgekeerd. De directie is voornemens om vanaf 2020 standaard stockdividend te gaan uitkeren; beleggers krijgen dan dus dividend in de vorm van nieuwe aandelen. Op verzoek keert het fonds echter cash dividend uit aan beleggers die daaraan de voorkeur geven. Vanaf 2020 zullen er voortaan twee in plaats van de huidige vier uitkeringen plaatsvinden, namelijk in mei en in oktober. Ook dit moet bijdragen aan vermindering van de kostenbasis.

INKOOPREGELING

De directie heeft de mogelijkheden voor inkoop van eigen aandelen in onderzoek omdat men daarmee kleinere beleggers van dienst wil zijn. De heer Steenhuis wijst er in dit verband op dat er ongeveer zestig beleggers zijn die minder dan 500 participaties bezitten, waarde van een dergelijk belang voor een participant is bij de huidige beurskoers ca € 2.000. Mogelijk, veronderstelt de heer Steenhuis, kan het feit dat de beurskoers lager is dan de intrinsieke waarde deels verklaard worden door de beperkte verhandelbaarheid van het aandeel. Inkopen van aandelen van beleggers die al op leeftijd zijn, tegen een prijs die tussen de beurskoers en de intrinsieke waarde ligt, is goed voor zowel die oudere beleggers als voor het fonds. In dit verband vraagt de heer Schlichting aandacht voor de gelijke behandeling van aandeelhouders. De voorzitter stelt dat dit aandachtspunt al in beeld is, en zeker zal worden meegenomen. Vanzelfsprekend zal de beleggers uitsluitend een juridisch haalbaar voorstel worden voorgelegd.

GROEI 2019-2022

De meeste aandachtspunten ten behoeve van realisatie van groei van het fonds zijn al aan de orde geweest, maar over 'inbreng in schepen' ging het nog niet. Dit houdt in dat een belegger rechtstreeks (participaties in) schepen bij NBZ onderbrengt, tegen nader te bepalen voorwaarden. Openbare emissie is een andere mogelijkheid; de directie streeft ernaar de verwatering die daarbij optreedt, zo beperkt mogelijk te houden, al is het niet altijd te vermijden.

ALTERNATIEVEN ALS DE DOELSTELLINGEN NIET WORDEN GEHAALD

Als de driejaars doelstellingen niet worden gehaald, kan worden overwogen om afstand te doen van de beursnotering. Daar staat tegenover dat sommige investeerders juist alleen maar willen meedoen als er een beursnotering is. De directie is nu in gesprek met een investeerder die een belang in enkele schepen wil inbrengen en daartegen nieuw uit te geven aandelen wil ontvangen – het laatste woord is er nog (lang) niet over gezegd, vult de voorzitter aan; mocht een en ander inderdaad tot een emissie leiden, dan zal dat als voorstel aan een bijzondere algemene vergadering worden voorgelegd, inclusief de emissiekoers.

Zoals al eerder in de vergadering werd gesteld, is liquidatie ook een denkrichting. Beleggers ontvangen dan een bedrag dat tussen de beurskoers en de intrinsieke waarde ligt. Liquidatie kan een oplossing zijn, stelt de heer Nauta, maar daarbij moet worden aangetekend dat NBZ het enige Nederlandse fonds is dat in schepen belegt en dat het een langetermijnbelegging is.

Het is spijtig, zegt de heer Rienks, dat het een ervaren organisatie als Annexum niet is gelukt om beleggers voor NBZ te interesseren. Hierop herinnert de voorzitter hem eraan dat scheepvaart als private belegging ook erg heeft geleden onder de gevolgen van de voormalige CV-structuren. Het gevolg was een negatief sentiment onder private investeerders. Het blijkt nog altijd heel lastig om aan de markt uit te leggen dat NBZ een gunstige uitzondering is in de scheepvaartbeleggingsmarkt.

De heer Schlichting doet de commissarissen de suggestie om zelf te investeren in NBZ nu de koers zo aantrekkelijk is. Een goede suggestie, vindt de voorzitter, maar bij aanvang van het fonds werd de beleggers beloofd dat managers en commissarissen geen aandelen zouden kopen, om tegenstrijdig belang te voorkomen. De suggestie zal evenwel worden meegenomen.



8. Nieuwe accountant

Het fonds moet afscheid nemen van het accountantskantoor Grant Thornton omdat dit kantoor geen vergunning meer heeft voor het controleren van beursgenoteerde vennootschappen. Het aantal accountantskantoren met een zgn. OOB-vergunning (organisatie van openbaar belang) is niet groot; alleen KPMG, Deloitte, PWC en EY ('big four') beschikken erover, en de kantoren Mazars en BDO.

Met Mazars kan het fonds geen zaken doen omdat dit bureau de controles tot twee jaar geleden uitvoerde. Het kantoor BDO verzorgt de administratie al, en kan dus niet ook de accountantscontrole op zich nemen. PWC adviseert het fonds op het gebied van fiscale zaken en KPMG heeft onvoldoende capaciteit.

Er moet dus een keus worden gemaakt uit Deloitte en EY. Van Deloitte heeft de directie een propositie ontvangen; bovendien is dit de huisaccountant van Annexum. Met EY is men nog in gesprek.

De heer Nauta vraagt de vergadering om een volmacht om naar beste inschatting vervolgafspraken te maken met Deloitte of EY. Desgevraagd geeft hij aan dat de kosten naar verwachting hoger zullen zijn dan nu.

Vervolgens verleent de vergadering de gevraagde volmacht bij acclamatie.

9. Rondvraag

De heer Schlichting pleit voor een vereenvoudiging in de rollen van NBZ Management; men is houder van voorwaardelijke en onvoorwaardelijke aandelen, en adviseur. Voor beleggers is dit niet erg inzichtelijk. Hierop geeft de voorzitter aan dat over de voorwaardelijke aandelen al gesprekken lopen met de heer Tjeenk Willink. Later dit jaar verwacht hij daarop te kunnen terugkomen. Er wordt vervolgens geen gebruik meer gemaakt van de rondvraag mogelijkheid.

10. Sluiting

De voorzitter bedankt de aanwezigen voor hun komst. De heren Van Vuure en Van den Berg (Grant Thornton) bedankt hij voor de prettige samenwerking in de afgelopen twee jaar. Daarna sluit hij de vergadering.

