

Halfjaarbericht 2 0 1 5

European Opportunities Fund



Inhoudsopgave

| | |
|---|----------|
| Ontwikkeling European Opportunities Fund | 3 |
| Profiel | 4 |
| Verslag van de beheerder | 5 |
| Financieel verslag | |
| Balans | 14 |
| Winst- en verliesrekening | 15 |
| Kasstroomoverzicht | 16 |
| Toelichting | |
| - algemeen | 17 |
| - op de balans | 19 |
| - op de winst en verliesrekening | 22 |
| - overige | 24 |

Algemene informatie

European Opportunities Fund

Fiscale Beleggingsinstelling, opgericht in 2009

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

Telefoon 020-5703045

www.go-capital.nl

Toezichthouder

FM&I BV

Monnikevenne 38

1141 RL Monnickendam

Beheerder

Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V.

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

Depotbank

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

Accountant

Ernst & Young Accountants LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

Fiscaal en Juridisch adviseur

Clifford Chance LLP

Droogbak 10

1013 GE Amsterdam

Juridisch eigenaar

Stichting Bewaarder European Opportunities Fund

Gustav Mahlerlaan 310-B

1082 ME Amsterdam

Depositary

Kas Trust & Depositary Services B.V.

Nieuwezijds Voorburgwal 225

1012 RL Amsterdam

Bankrelatie

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

Administrateur

CACEIS Bank Luxembourg Amsterdam Branch

Gustav Mahlerlaan 310-B

1082 ME Amsterdam

Fiscaal adviseur

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

Ontwikkeling European Opportunities Fund

| | 30-06-2015 | 31-12-2014 | 31-12-2013 |
|---|--------------|--------------|--------------|
| Netto vermogenswaarde EUR x 1.000 | | | |
| Netto vermogenswaarde volgens balans | 18.216 | 15.170 | 12.873 |
| Aantal uitstaande participaties | 104.339 | 100.695 | 94.204 |
| Netto vermogenswaarde per participatie EUR | 174,59 | 150,66 | 136,65 |
| Uitkering per participatie EUR | - | - | - |
| | 01-01-2015 | 01-01-2014 | 01-01-2013 |
| | 30-06-2015 | 30-06-2014 | 30-06-2013 |
| Winst- en verliesrekening EUR x 1.000 | | | |
| Opbrengsten uit beleggingen | 85 | 113 | 119 |
| Koersresultaten | 3.217 | 544 | 235 |
| Kosten | <u>-940</u> | <u>-166</u> | <u>-159</u> |
| Totaal beleggingsresultaat | <u>2.362</u> | <u>491</u> | <u>195</u> |
| | 01-01-2015 | 01-01-2014 | 01-01-2013 |
| | 30-06-2015 | 30-06-2014 | 30-06-2013 |
| Winst- en verliesrekening per participatie EUR | | | |
| Aantal uitstaande participaties | 104.339 | 97.104 | 96.018 |
| Opbrengsten uit beleggingen | 0,81 | 1,16 | 1,23 |
| Koersresultaten | 30,83 | 5,60 | 2,45 |
| Kosten | <u>-9,01</u> | <u>-1,71</u> | <u>-1,65</u> |
| Totaal beleggingsresultaat | <u>22,63</u> | <u>5,05</u> | <u>2,03</u> |

Profiel

Het European Opportunities Fund (hierna: het Fonds) is een open-end beleggingsfonds voor gemene rekening. Een fonds voor gemene rekening is geen rechtspersoon met een afgescheiden vermogen, maar een overeenkomst tussen de beheerder, de bewaarder en de participanten in het fonds, waarbij door de beheerder voor rekening en risico van de participanten gelden worden belegd in vermogenswaarden die op naam van de bewaarder voor de participanten worden bewaard.

Het Fonds heeft veel kenmerken van een long/short aandelen hedge fonds, maar mag tevens investeren in andere financiële instrumenten. Het Fonds kent een opportunistische en flexibele aanpak om in te kunnen spelen op long en short kansen waar ze ook verschijnen. De beleggingsstijl kenmerkt zich veelal door de focus op slechts een beperkt aantal ondernemingen in een beperkt geografisch gebied in Europa. Het Fonds richt zich op het behalen van een positief rendement, ongeacht de markt-omstandigheden. Doelstelling is het behalen van een jaarlijks gemiddeld rendement van 15% na aftrek van alle kosten.

Het Fonds belegt op basis van fundamentele en financiële analyse en hanteert veelal een zogenoemde 'bottom-up' benadering. De sterke focus biedt daarbij de mogelijkheid om in te spelen op situaties van onder- en overwaardering.

Daarnaast belegt het Fonds in aandelen of financiële markten, wanneer er sprake is van een vermeende overreactie ofwel stress. Verder neemt het Fonds regelmatig posities in die een contrair karakter hebben.

Voor wat betreft short posities wordt onder meer ingespeeld op ondernemingen die hoog gewaardeerd staan na een aantal jaren van gunstige resultaten en bedrijven waarbij de resultaten sterker kunnen verslechteren dan verwacht. Daarnaast kunnen er posities in futures worden ingenomen.

Het Fonds heeft een portefeuille met daarin veelal tussen de tien en dertig posities.

Risico

Het Fonds kent een hoog risicoprofiel en is slechts geschikt voor beleggers die het zich kunnen veroorloven hun inleg te verliezen. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Er bestaat geen enkele garantie dat de nagestreefde rendementsdoelstelling zal worden bereikt. Beleggers worden nadrukkelijk geadviseerd de essentiële beleggersinformatie te lezen alvorens een investering in het Fonds te overwegen.

Verslag van de beheerder

Algemeen

We hebben het genoegen u hierbij het halfjaarbericht 2015 van het European Opportunities Fund aan te bieden. Het afgelopen halfjaar behaalde het Fonds een netto rendement van +15,9%. De gemiddelde netto long positie bedroeg gedurende het eerste halfjaar 86%.

Het European Opportunities Fund heeft in het eerste halfjaar van 2015 beter gepresteerd dan al haar benchmarks. De Nederlandse aandelenindex (AEX index) en de Stoxx Europe 600 Index stegen beide met circa +11,3% en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) nam met +3,8% in waarde toe.

Financiële en economische achtergrond

Twee ontwikkelingen domineerden Europese financiële markten in de eerste helft van 2015. Allereerst kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) in januari een grootschalige monetair verruimingsprogramma aan. Dit stemde aandelenbeurzen in Europa gunstig terwijl de rente verder daalde. Dit gunstige beeld werd onderbroken door de ontwikkelingen in Griekenland, de onrust op financiële markten nam hierdoor vanaf eind april toe. Dit bereikte eind juni een hoogtepunt toen de Griekse regering wegliep van de onderhandelingstafel zonder een akkoord te hebben bereikt om vervolgens een referendum uit te roepen. Het steunprogramma van Europa aan Griekenland liep daardoor eind juni formeel af. Het sluiten van de Griekse banken, beperkt pinnen en regulering van internationaal betalingsverkeer was vervolgens onvermijdelijk. Desalniettemin stegen de Stoxx Europe 600 index en AEX indices beiden met circa 11% in het eerste helft van het jaar.

De Europese Centrale Bank (ECB) kondigde eind januari een programma van grootschalige kwantitatieve verruiming aan om de economische groei en inflatie in Europa te stimuleren. De ECB zal maandelijks €60 miljard staatsschuld en private schuld opkopen bij banken tot een totaal van ruim €1.000 miljard. Dit programma loopt tot september 2016. Indien de inflatie niet voldoende is gestegen richting de doelstelling van 2% dan behoudt de ECB zich de mogelijkheid voor om het programma te verlengen. Hiermee vergroot de ECB de geldhoeveelheid en krijgen banken meer geld in kas. Dit biedt ruimte voor groei van de kredietverlening aan de private sector. De uitvoering van het programma zal grotendeels in de handen komen van de centrale banken van de lidstaten, waardoor het risico deels voor rekening van de individuele lidstaten komt.

De gevolgen van dit besluit op de financiële markten waren onmiskenbaar. De aandelenmarkten bereikte het hoogste punt in april met een stijging van circa 20% sinds de start van het jaar. De euro daalde in het eerste halfjaar met bijna 8% naar 1,11 eind juni ten opzichte van de dollar (van 1,21 eind december), enerzijds vanwege het beleid van de ECB en anderzijds vanwege een verwachte rentestijging in Amerika dit jaar. De zwakke euro is gunstig voor de exportpositie van Europa en bedrijven die omzet voornamelijk in dollars genereren. De Zwitserse centrale bank besloot in januari geheel onverwachts de koppeling van de franc aan de euro op 1,20 los te laten, waardoor de franc direct met meer dan 15% apprecieerde. Op de Europese obligatiemarkt bereikte de 10-jarige rente op Duits overheidsschuld een record laag niveau van 0,08% in april ten opzichte van 0,54% eind december 2014.

De actuele geharmoniseerde inflatie in Europa liet gedurende het eerste halfjaar een kentering zien. Zo daalde het prijspeil nog in januari met 0,6%, echter eind juni was de verandering van het prijspeil jaar op jaar gestegen naar +0,2%. De ECB hanteert een doelstelling van +2% per jaar. Dit maakt de schuldenlast van overheden makkelijker hanteerbaar en voorkomt een voor de economie potentieel destructieve deflatiespiraal. Mede als gevolg van deze kentering veerde de effectieve rente op tienjarige Duitse staatsleningen vanaf april op met 0,68% naar 0,76% eind juni.

De geopolitieke spanningen namen af. Onder internationale druk werd wat betreft Oost-Oekraïne een wapenstilstand gesloten tussen de Oekraïense troepen en de pro-Russische rebellen. Dit staakt het vuren werd vastgelegd in een akkoord dat de presidenten van Oekraïne, Rusland, Frankrijk en de Duitse bondskanselier sloten in het Wit-Russische Minsk. Het Westen lijkt content hiermee, terwijl Poetin dit waarschijnlijk ziet als een tussenzet in zijn lange termijn schaakspel.

Vanaf eind april ondervonden financiële markten toenemende zorgen vanwege de ontwikkelingen in Griekenland. Bij de Griekse verkiezingen in januari behaalde de linkse politieke leider Tsipras een grote overwinning. De nieuwe regering gaf aan bestaande financiële regelingen en voorwaarden met de Europese instituten te willen heronderhandelen en verwierp de samenwerking met medewerkers van de Trojka. De regering ging op zoek naar een nieuwe regeling binnen een Europees raamwerk.

In Griekenland bezigde de links georiënteerde Tsipras in de daaropvolgende maanden ferme retoriek over de door de internationale politiek opgelegde bezuinigings- en saneringsprogramma's in het land. Als gevolg van de halsstarrige houding van de nieuwe linkse regering steeg de Griekse 10-jarige rente op staatsobligaties van 9,7% eind december tot bijna 14% in april (ten opzicht van 6,0% eind juni 2014) en daalde vervolgens tot 10,8% eind juni. Het Griekse financiële systeem kwam onder grote druk, in toenemende mate trokken consumenten en bedrijven banktegoeden terug en bankaandelen kregen tientallen procenten koersverliezen te verwerken.

De ECB zag zich genoodzaakt via de centrale bank van Griekenland extra noodd krediet vrij te maken voor de in liquiditeitsnood verkerende Griekse banken. Illiquide (maar niet insolvable) Griekse banken konden via de Emergency Liquidity Assistance (ELA) tijdelijk geld lenen bij de Griekse centrale bank tegen adequaat onderpand.

Europese politieke leiders toonden zich meerdere malen bereidwillig om tot een akkoord te komen met Griekenland, waarbij vooral sanering van pensioenregelingen noodzakelijk is. De Griekse regering heeft dit eind juni na lang overleg afgewezen en is uit de onderhandelingen weggelopen. Zonder het bereiken van een akkoord in het laatste weekend van juni liep het steunprogramma aan Griekenland na 30 juni formeel af. Het invoeren van kapitaalsrestricties zoals beperkt pinnen en regulering van internationaal betalingsverkeer was onvermijdelijk. De regering legde door middel van een referendum in juli de besluitvorming bij het volk. Griekenland kondigde ook aan de afbetaling aan het IMF van €1,6 miljard eind juni niet te doen.

Europese leiders hadden zichtbaar grote moeite met de wijze waarop de Griekse regering zaken op scherp zette. De Griekse Minister van Financiën Varoufakis, een specialist in speltheorie, ging ervan uit dat de schade van een Grexit en een mogelijk daaropvolgend domino-effect zo groot zou zijn dat de eurozone er alles aan zou doen om dit te voorkomen. Griekse leiders maken zich hard voor een sociaal Europa, waarbij de rijke landen de arme landen ondersteunen, zoals dat ook in Amerika tussen de staten onderling gebeurt. Daarnaast spelen geopolitieke argumenten wellicht een rol, Europa heeft Griekenland nodig vanwege de strategische ligging. Iets wat ook de Amerikanen in juni nogmaals benadrukten om toch tot een akkoord te komen. Uiteindelijk haalden de Grieken zelf de hardliner Varoufakis uit de onderhandelingen, in een ultieme poging om tot een compromis te komen.

Aan de andere kant hielden Europese leiders vast aan de gemaakte afspraken en eisten verdergaande maatregelen om het Griekse overheidsbudget op orde te krijgen. Toegeven aan de Grieken zou een ongewenst precedent kunnen scheppen voor andere landen binnen Europa die zich wel committeren aan de benodigde hervormingen. Door de kleine omvang van Griekenland is een deal wellicht draagbaar, maar met een groot land zoals Italië zou dit niet mogelijk zijn.

De ECB heeft gedurende de maand juni de liquiditeitssteun, het zogenaamde ELA programma, aan het Griekse financiële systeem nogmaals opgehoogd. Na het afbreken van de onderhandelingen eind juni is dit bevroren op circa €89 miljard.

Financiële markten reageerden met een vlucht naar veilige havens. Echter de besmetting naar andere Zuid-Europese landen bleef hanteerbaar. De Spaanse en Italiaanse rentespreads ten opzichte van Duitsland liepen wel met circa 0,2% op maar gezien de onrust was dit beperkt. Ook de euro stond aan het eind van de maand onder druk ten opzichte van de dollar, maar eindigde de maand juni 1,5% hoger op US\$1,11. De Europese aandelenmarkten daalden met meer dan 4% in juni. Amerikaanse aandelen daalden met circa 2% in juni.

De Europese economische indicatoren wijzen op een gematigde economische groei van 1,5% in 2015 en inflatie van rond de 0%. Het ruime monetair beleid, de lage olieprijs en de depreciatie van de euro zouden dit moeten ondersteunen. De werkloosheid toont een langzame verbetering, maar blijft met 11,2% in Europa hoog. De ECB liet de rente ongewijzigd en herhaalde onverminderd de middellange termijn doelstelling van 2% inflatie.

De groei van de economie in de Verenigde Staten viel in het eerste kwartaal van 2015 nog tegen met +0,6%, deels door een harde winter, maar ook als gevolg van een sterkere dollar, toegenomen besparingen bij consumenten en minder investeringen in de energiesector. In het tweede kwartaal trok deze echter weer aan met een groei van +2,3%, vooral door de gunstige ontwikkeling van de consumentenuitgaven. Een verdere gunstige ontwikkeling van de economie kan wel aanleiding voor de FED zijn om de rente te verhogen.

De Chinese economie vormt een toenemende zorg voor financiële markten. Economische indicatoren wijzen op de laagste economische groei in de afgelopen 25 jaar. Zo daalde de export met 8,3% in juni. De sterke yuan wordt gezien als een belangrijke factor, waardoor producten uit China relatief duur zijn, bedrijven uitwijken naar goedkopere landen en door de verminderde vraag producentenprijzen onder druk staan. De Chinese aandelenmarkt kende een volatiel verloop in juni. Ook commodity prijzen zoals staal, koper en aluminium staan hierdoor sterk onder druk. De verwachting bestaat dat de Chinese overheid de rente zal verlagen en met andere stimuleringsmaatregelen zal komen.

Beleggingsbeleid

De beleggingsstijl van het Fonds kenmerkt zich door focus op een beperkt aantal aandelen. De overtuiging bestaat dat hierdoor een betere kans ontstaat om succesvol te zijn, terwijl risico's beter in kaart kunnen worden gebracht. Selectie van aandelen voor de portefeuille vindt veelal plaats op basis van fundamentele analyse en diepgaande research op individuele posities. Uiteindelijk leidt dit tot een geconcentreerde portefeuille van tussen de 10 en 30 posities. Deze strategie bergt ook een aantal risico's in zich, aangezien een beperkt aantal aandelen het rendement bepalen.

Het Fonds belegt op basis van fundamentele en financiële analyse en hanteert veelal een zogenoemde 'bottom-up' benadering. De sterke focus biedt daarbij de mogelijkheid om in te spelen op situaties van onder- en overwaardering. Daarnaast belegt het Fonds in aandelen of aandelenmarkten, wanneer er sprake is van een vermeende overreactie, ofwel stress. Ook neemt het Fonds regelmatig posities in die een contrair karakter hebben.

Voor wat betreft short posities wordt onder meer ingespeeld op ondernemingen die hoog gewaardeerd staan na een aantal jaren van gunstige resultaten en bedrijven waarbij de resultaten sterker verslechteren dan verwacht. Het Fonds kan niet alleen gebruik maken van individuele shorts maar ook van (index)futures. Via futures kan het Fonds snel, zonder al te hoge kosten, de portefeuille beschermen tegen dalende financiële markten. Bovendien kennen futures een lager specifiek risico dan een individuele short positie. In het afgelopen halfjaar heeft het Fonds geen posities in futures ingenomen.

Performance

Per 30 juni 2015 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie 174,59 een stijging van 15,9% ten opzichte van de waarde per 31 december 2014. In 2015 bedroeg de gemiddelde netto long positie 86%. Het Fonds heeft gedurende 2015 hoofdzakelijk belegd in in de Benelux genoteerde aandelen.

Tabel 1: Maandelijkse rendement European Opportunities Fund (%)

| Jaar | Jan | Feb | Maa | Apr | Mei | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec | Jaar | Cum |
|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|------|-----|-----|-------|------|
| 2009 | | 0.0 | 0.5 | 1.0 | 1.1 | -1.1 | 5.8 | 3.6 | 2.8 | -0.4 | 0.0 | 5.1 | 19.5 | 19.5 |
| 2010 | -0.6 | -2.5 | 6.1 | -1.0 | -3.7 | -1.3 | 3.1 | -5.2 | 9.5 | 8.2 | 4.3 | 0.8 | 17.6 | 40.5 |
| 2011 | -0.8 | 4.9 | 1.5 | -0.2 | -3.3 | -10.1 | -5.0 | -13.7 | -7.4 | 2.3 | 1.0 | 9.0 | -21.7 | 10.1 |
| 2012 | 7.5 | 7.1 | -1.5 | -4.7 | -3.3 | -3.2 | -6.3 | -0.6 | -5.4 | 1.0 | 1.8 | 8.2 | -0.8 | 9.2 |
| 2013 | -2.4 | -2.1 | 1.7 | 3.0 | 6.5 | -4.3 | 8.8 | 3.2 | 1.8 | 1.9 | 4.2 | 1.2 | 25.2 | 36.7 |
| 2014 | -2.3 | -0.4 | 2.7 | 2.2 | 2.3 | -0.7 | -2.1 | 1.6 | 3.0 | -3.9 | 6.1 | 1.9 | 10.3 | 50.7 |
| 2015 | 3.9 | 10.2 | 5.5 | 0.2 | 1.1 | -5.2 | | | | | | | 15.9 | 74.6 |

Het European Opportunities Fund heeft in het eerste halfjaar van 2015 beter gepresteerd dan al haar benchmarks. De Nederlandse aandelenindex (AEX index) en de Stoxx Europe 600 Index stegen beide met circa +11,3% en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) nam met +3,8% in waarde toe.

Tabel 2: Maandelijkse rendement European Opportunities Fund versus drie benchmarks (%)

| | Jan | Feb | Maa | Apr | Mei | Jun | Jul | Aug | Sep | Okt | Nov | Dec | Jaar | |
|------------|-----|------|------|------|-----|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-------|
| EOF | 3.9 | 10.2 | 5.5 | 0.2 | 1.1 | -5.2 | | | | | | | 15.9 | 74.6 |
| L/S Equity | 0.3 | 2.0 | -0.5 | -0.1 | 2.1 | 0.0 | | | | | | | 3.8 | 62.8 |
| AEX | 6.1 | 7.4 | 1.1 | -0.3 | 1.2 | -4.3 | | | | | | | 11.3 | 115.0 |
| Stoxx 600 | 7.2 | 6.9 | 1.3 | -0.4 | 1.0 | -4.6 | | | | | | | 11.3 | 120.5 |

De volatiliteit van het fonds gemeten vanaf de start is 15,6%, welke in lijn is met de Nederlandse AEX index over de vergelijkbare periode. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 7,1% over deze periode. De gemiddelde netto long positie van het Fonds sinds de start bedroeg 59% per eind juni 2015. Het risico gecorrigeerde rendement, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg 0,45 voor het Fonds tegen 0,81 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,63 voor Nederlandse aandelen.

Tabel 3: Cumulatieve rendementen en risicomaatstaven sinds de start februari 2009 (%)

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | H1 2015 | Cumulatief sinds start | Volatility | Sharpe |
|-----------------------------|------|------|-------|------|------|------|---------|------------------------|------------|--------|
| European Opportunities Fund | 19.5 | 17.6 | -21.7 | -0.8 | 25.2 | 10.3 | 15.9 | 75 | 15.6% | 0.45 |
| L/S Equity | 19.3 | 8.1 | -7.5 | 5.8 | 17.0 | 5.1 | 3.3 | 62 | 7.1% | 0.81 |
| AEX | 40.8 | 5.7 | -11.9 | 9.7 | 17.2 | 5.6 | 11.3 | 115 | 15.5% | 0.63 |
| Stoxx 600 | 38.0 | 8.6 | -11.3 | 14.4 | 17.4 | 4.4 | 11.3 | 121 | 13.4% | 0.78 |

De Netto Vermogenswaarde per participatie van het Fonds steeg in het eerste helft van 150,66 naar 174,59. Onder andere de volgende aandelenposities droegen bij aan dit resultaat van het Fonds: Euronav (+29%), Heijmans (+29%), Ion Beam (+29%) en Numericable. Negatief droegen bij: Ahold (-9%), Biocartis (-9%) en Akzo (short, -6%).

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van enkele posities.

SNS Reaal

Het Fonds heeft een nog niet afgewikkelde short positie in SNS Reaal aandelen en een long positie in RBS SNS Reaal Turbo's Short (deze totale positie is ongewijzigd ten opzichte van eind december 2014). De afwikkeling van deze positie zal plaatsvinden direct na de uitspraak van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof van Amsterdam (OK) inzake de vaststelling van de schadeloosstelling aan aandeelhouders en obligatiehouders als gevolg van de nationalisatie van SNS Reaal in februari 2013.

Het Fonds heeft de aandelen (short) positie gewaardeerd op 20 cent en de RBS SNS Reaal Turbo Short positie op basis van 20 cent per aandeel SNS Reaal. Bij deze waardebeoordeling neemt de Beheerder het destijds voor handen zijnde, onsuccesvol gebleken publiek-private alternatieve scenario in ogenschouw. Hierbij zou een private equity partij tezamen met de Staat der Nederlanden en de drie grootste Nederlandse banken kapitaal injecteren in SNS Reaal en SNS Bank. De Property Finance activiteiten zouden op afstand worden gezet en het staattrisico van deze portefeuille door de staat worden gegarandeerd. Dit voorstel omvatte een vrijwillige afschrijving van 75% van de achtergestelde obligaties en 98% verwatering voor de bestaande aandeelhouders. Na herkapitalisatie zouden aandeelhouders niet meer dan enkele centen per aandeel hebben overgehouden.

In het slechtste scenario, faillissement of ontbinding, zouden aandeelhouders SNS Reaal niets overhouden. Mocht de OK besluiten de schadeloosstelling op 0 cent per aandeel vast te stellen dan zou dit per einde halfjaar 2015 een positieve impact van circa 0,4% hebben gehad op de NAV van het Fonds. Echter de OK zou ook andere scenario's in ogenschouw kunnen nemen. Indien de OK de schadeloosstelling zou vaststellen op 80 cent per aandeel SNS Reaal zou dit een negatieve invloed van circa 1,3% op de NAV van het Fonds per 30 juni 2015 hebben gehad.

SBM Offshore

Investeringen in de olie & gas markt staan onder sterke druk vanwege de lage olieprijs en uitstel van projecten door de grote oliemultinationals. SBM Offshore is goed gepositioneerd om deze neergang op te vangen. De onderneming bezit een goede orderpositie van meer dan \$20 miljard. Deze orderpositie komt voornamelijk voort uit de leasevloot van FPSOs met langjarige verbintenissen. Van deze \$20 miljard zal zich volgens de onderneming 63% omzetten in cashflow (ruim \$12 miljard). In het eerste halfjaar van 2016 zullen nog 3 grote FPSOs worden opgeleverd, waarna de jaarlijkse kasstroom zal stijgen naar circa \$1,0 miljard in 2017. Gegeven de lage investeringsbereidheid van klanten zal SBM weinig investeren in nieuwe projecten, dus kan dit worden aangewend voor terugbetaling van schuld en dividend. Dit verhoudt zich tot een marktwaarde van de onderneming van thans ongeveer \$5,7 miljard, waarvan \$3,5 miljard schuld (op basis van directionele accounting van de onderneming). Daarnaast voert het management een reductie van het personeelsbestand door zodat de nieuwbouwactiviteiten zich op een naar verwachting break-even niveau kunnen handhaven.

De onderneming grijpt de huidige situatie aan om extra te investeren in R&D, kostprijsverlaging en standaardisatie. Het management verwacht de kostprijs van een FPSO met 20% te kunnen verlagen. Dit verbetert de concurrentiepositie op de middellange termijn, waarvan de onderneming kan profiteren zodra de markt voor FPSOs weer aantrekt. In dit kader werkt de onderneming thans aan een recordaantal van 16 zogenaamde Feed contracten, voorbereidende studies voor toekomstige projecten.

De onderneming is een Memorandum of Understanding (MoU) overeengekomen met de Braziliaanse autoriteiten. Hierbij is afgesproken om tot een voor alle partijen acceptabele schikking te kunnen komen. SBM lijkt op deze manier de ongeoorloofde verkooppraktijken met Petrobras uitvoerig te kunnen bespreken met de autoriteiten. Hierbij kan SBM interne informatie verschaffen en tevens de bevindingen van het onderzoek van het Openbaar Ministerie inbrengen. Deze deal is nog geen schikking, maar een goede eerste stap om tot een oplossing te komen. Dit zou kunnen betekenen dat SBM weer op termijn mag meedingen naar orders van Petrobras.

Beleggers blijven terughoudend, wachtende op een definitieve oplossing in Brazilië. De onderneming bevindt zich onder de meest geshorte aandelen in Europa, gereflecteerd in een shortpositie van 11% van de marktkapitalisatie. Analisten geven ook aan dat het aandeel zeer ondergewaardeerd is en hebben veelal koersdoelen welke 50-70% hoger liggen dan de huidige koers.

Numericable

Altice, de moedermaatschappij van Numericable met een 80% belang, heeft in juni een bod van €10 miljard gedaan om de telecomactiviteiten van Bouygues te verkrijgen via haar dochteronderneming Numericable. Deze deal zou het aantal Franse telecomspelers tot drie reduceren en zou grote synergievoordelen kunnen opleveren in kosten en verminderde investeringen. Hindernissen kunnen zijn: de Franse minister van economische zaken Macron, voor wie werkgelegenheid, investeringen en betere service voor de consument een hogere prioriteit heeft dan consolidatie in de sector. Het hoge marktaandeel van de beoogde combinatie in mobiele telefonie kan leiden tot verloop. De antitrust autoriteiten moeten het samengaan goedkeuren en kunnen aanvullende voorwaarden stellen. Het slagen van de overname kan al snel leiden tot een toename van de waarde van Numericable van 20 à 25% door synergievoordelen, minder concurrentie en minder noodzakelijke investeringen. Bouygues wees het bod af, omdat het van mening is ook zelf een enorme waarde voor de aandeelhouders en werknemers te kunnen creëren. In een later bericht zou Bouygues aangegeven hebben toch open te staan voor een bod, indien Numericable oplossingen kan bieden voor de gerezen bezwaren van Bouygues.

Na de publicatie van de tweede kwartaalcijfers heeft Altice 1,3m aandelen Numericable bijgekocht. Dit verhoogt speculatie dat Altice de onderneming geheel overneemt. Deze transactie creëert voor Altice waarde aangezien de combinatie Numericable-SFR (1) relatief is ondergewaardeerd, (2) een lagere netto schuld van 2,9x EBITDA heeft dan Altice, (3) na een overname zou Altice cash flows en schulden binnen de nieuwe groep kunnen optimaliseren, (4) het geeft Altice 100% van de synergiën van een eventuele Bouygues Telecom deal en (5) er geen goedkeuring van de autoriteiten voor nodig is en daarom snel kan worden geëffectueerd. Een dergelijke deal zou Altice in aandelen kunnen betalen.

Euronav

In november vorig jaar berichten wij reeds over de positie in Euronav. Euronav is een internationale scheepvaartgroep, die transport en andere diensten verzorgt voor de olie-industrie. De onderneming heeft vorig jaar een grote acquisitie afgerond. Daarvoor zijn nieuwe aandelen uitgegeven en in het eerste kwartaal is een beursnotering in Amerika succesvol afgerond. De markt voor tankers herstelt nu sterk, aangezien de onderneming weinig lange termijncontracten heeft profiteert de onderneming hier sterk van. De vraag naar vervoer van olie is robuust mede door de lage olieprijs en toenemende vaarafstanden terwijl de capaciteit beperkt toeneemt. Dit vertaalt zich in substantieel hogere day-rates vergeleken met vorig jaar. Door de goede recente ontwikkeling verhoogde de onderneming het dividendbeleid naar 80% van de winst. Nu handelt het aandeel op een dividendrendement van circa 9%.

Ordina

Begin maart maakte Mont Cervin bij de AFM bekend haar belang in Ordina te hebben vergroot van 12% naar 15%. Mont Cervin had deze 12% gekocht vlak voor de Zembla uitzending vorig jaar. Eind maart maakte Ordina bekend dat na overleg met Mont Cervin het verzoek van Mont Cervin aan de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam voor een enquête-procedure is ingetrokken. Hiermee is deze procedure beëindigd.

Ordina kondigde een extra besparingsprogramma aan dat €6 miljoen per jaar moet opleveren. Deze kostenmaatregel is noodzakelijk vanwege de achterblijvende omzetontwikkeling in de overheidsmarkt. ICT projecten bij de overheid staan ter discussie vanwege de hoge kostenoverschrijdingen en tegenvallende kwaliteit. Hierdoor is er sprake van vertraging in besluitvorming voor nieuwe ICT-investeringen. Nadat Ordina zich in de afgelopen jaren heeft gereorganiseerd en de balans heeft opgeschoond, is de volgende fase van de investment case een aantrekkelijke omzetgroei. Echter door deze ontwikkeling in de overheidsmarkt blijft dit onderdeel achter bij de verwachtingen, waardoor ook de margeverbetering vooruit is geschoven. Analisten pasten de taxaties met circa 10% neerwaarts bij. Echter, ondanks deze tijdelijke tegenvaller blijft het potentieel van verder winstherstel intact. Het aandeel daalde gedurende de maand juni met 14%. De waardering is laag met een EV/Sales multiple van 0.3x, ten opzichte van de sector van 0.6x.

Recticel

Recticel is een Belgische onderneming gespecialiseerd in de productie en verkoop van producten op basis van polyurethaan (PU). Het bedrijf heeft 91 productiefaciliteiten in vier divisies. Het bedrijf produceert matrassen, zittingen en dashboards voor de automobiel industrie, isolatiemateriaal voor de bouw en flexibele schuim onder andere voor de industrie. De onderneming heeft, onder leiding van de CEO welke in 2010 is aangetreden, een herstructureringsprogramma ingevoerd. Echter, door tegenvallende ontwikkelingen van diverse eindmarkten en een kartelboete in 2014 zijn de positieve effecten van de reorganisatie nog niet zichtbaar geworden in de winstcijfers.

De vooruitzichten lijken nu te verbeteren. De eindmarkten trekken aan in de beddenmarkt en de automobielmarkt. Ook profiteert de onderneming van de introductie van nieuwe innovatieve producten. Dit betekent dat de fabrieken een betere bezetting zullen laten zien vanaf 2015. Daarnaast nemen de vaste kosten verder af door sluiting van productiefaciliteiten. In de maand mei heeft de onderneming een claimmissie afgerond, zodat ook de balans aanzienlijk is versterkt en de rentelasten zullen dalen. Dit biedt een goede basis om de strategie verder te implementeren en een aanzienlijke verbetering van de winst te realiseren. Het management heeft als doelstelling 10% ebitda marge in 2017 tegen 5% in 2014.

Het aandeel is in de afgelopen twaalf maanden met meer dan 30% gedaald. De waardering is laag met een ev/ebitda verhouding van 3,3x op basis van onze 2016 taxaties. De koers van het aandeel biedt een aantrekkelijk opwaarts potentieel zodra de winstgevendheid en het vertrouwen in het bedrijf herstelt. Het Fonds heeft geparticipeerd in de claimmissie.

MDX Health

MDX Health rondde een kapitaalsverhoging af in juni. MDX wil de US operatie verder versterken ten behoeve van de commercialisatie van de prostaatcankertest ConfirmMDx. MDxHealth verwacht in 2015 vijftien tot zeventien duizend ConfirmMDx testen te verkopen voor US\$ 2.030 per test. De potentie is echter vele malen groter. In de Verenigde Staten vinden jaarlijks 1,3 miljoen prostaatbiopsies plaats, waarvan circa 1 miljoen als negatief worden vastgesteld. Deze 1 miljoen negatieve biopsies vormen de doelgroep van MDX, aangezien 1 op de 4 onjuist wordt vastgesteld waardoor veel herhaalbiopsies voor patiënten nodig zijn. De test van MDX betekent een grote verbetering voor deze patiëntenpopulatie. De onderneming is nu gericht op het vergroten van de bekendheid en acceptatie onder urologen en specialisten, opname in klinische richtlijnen en vergroten van de vergoeding van de test door zorgverzekeraars.

Het aandeel MDx Health staat nog in de beginfase van de investeringscyclus. De onderneming is veranderd van een op onderzoek gerichte instelling naar een bedrijf met eigen producten. Deze producten hebben de potentie aanzienlijke omzetgroei te kunnen realiseren (marktpotentie overstijgt US\$1 miljard per jaar) en kennen aantrekkelijke bruto marges (>70%). Het bedrijf heeft een market cap van circa €200m en wordt gevolgd door slechts drie analisten.

Biocartis

Biocartis heeft een beursnotering aan Euronext verkregen gedurende de maand april en het Fonds heeft een long positie genomen. Biocartis is in 2010 van Philips overgenomen door de huidige CEO en is doorontwikkeld tot een volledig geautomatiseerd, op real/time PCR gebaseerd moleculair diagnostisch systeem. Dit systeem biedt een manier om uit zeer kleine hoeveelheden DNA specifiek één of meer gedeeltes te multipliceren tot er genoeg van is om te analyseren. Het apparaat is bijzonder handzaam en gemakkelijk te bedienen. Voorbereidend werk kost slechts twee minuten. Doctoren kunnen snel en op uiterst betrouwbare wijze diagnostische informatie verkrijgen. Resultaten duren slechts tussen de 40 en 150 minuten. Het platform is geschikt voor een diverse range van indicaties op het gebied van oncologie en infecties. Biocartis heeft al een test voor BRAF (oncologie) op de markt in Europa. Daarnaast verwacht de onderneming circa vijf nieuwe testen per jaar aan de portfolio te kunnen toevoegen. Zo verwacht de onderneming in 2015 een test voor NRAS en Ebola. Ook heeft de onderneming recent een overeenkomst gesloten voor de ontwikkeling van een test voor sepsis, waarbij binnen twee uur een resultaat mogelijk moet zijn (thans duurt een resultaat enkele dagen). Biocartis heeft samenwerkingsovereenkomsten gesloten met Johnson & Johnson en Abbott Molecular op het gebied van influenza en HIV. De onderneming richt zich op onafhankelijke laboratoria en ziekenhuizen. Het business model bestaat uit de verkoop van de apparatuur, verkoop van cartridges voor elke test, licentie-inkomsten en service. De onderneming kent een zeer aantrekkelijk groeiprofiel. De IPO heeft de financiering voor 3 jaar zeker gesteld.

Ahold

Ahold en Delhaize maakten bekend overeenstemming te hebben bereikt om hun activiteiten te combineren. Deze geplande fusie vindt plaats in een verhouding van 61% voor de Ahold aandeelhouders en 39% voor de Delhaize aandeelhouders. Ahold aandeelhouders krijgen daarbij eerst €1 miljard aan extra dividend uitgekeerd, circa €1,20 per aandeel. Ahold CEO Dick de Boer wordt de CEO van de combinatie. Synergievoordelen van €0,5 miljard (0,8% van de omzet) jaarlijks, te bereiken na drie jaar, vielen de beleggers tegen, maar achten wij conservatief ingeschat. Substantiële kostenbesparingen liggen op het gebied van inkoop, distributie en logistiek, overhead en online. De combinatie wordt marktleider in Nederland en België, waarbij Delhaize in België gebruik kan maken van de kennis en kunde en betere inkoopvoorwaarden van Ahold. In de Verenigde Staten is de overlap in een aantal staten beperkt en zou de combinatie met vijf ketens een sterke positie verkrijgen aan de Noordoost kust, waar schaalvoordelen en een grote differentiatie van formats voordelen bieden. Een sterke dollar is positief voor de combinatie. Naar verwachting zal de transactie medio 2016 worden afgerond. Op de huidige koers is de combinatie ten opzichte van haar concurrenten duidelijk ondergewaardeerd.

Vooruitzichten

De beheerder ziet individuele kansen in de huidige aandelenmarkt. De ECB met haar ruime monetaire beleid ondersteunt de huidige financiële markten. De effectieve rente op obligaties heeft een historisch laagtepunt bereikt. Voor beleggers bestaan daarom beperkte mogelijkheden om een aantrekkelijk rendement te behalen in rentedragende titels. Tegen de achtergrond van een zich langzaam verbeterende economische ontwikkeling zijn beleggers bijna genoodzaakt een hogere aandelenweging in hun beleggingsportefeuilles in overweging te nemen wat leidt tot een kapitaalsstroom richting de aandelenmarkt. Wel nemen de zorgen omtrent China toe. Dit leidt tot lagere commodity prijzen en een reductie in investeringen in deze marktgebieden. Ook een verhoging van de rente in Amerika is waarschijnlijk en kan het sentiment op de Amerikaanse beurs temperen. Het is de vraag of de aandelenbeurzen deze ontwikkelingen blijven negeren.

Bedrijven zijn thans goed gekapitaliseerd en hebben ruime liquide middelen voorhanden. Dit biedt kansen voor terugkoop van aandelen of overnames. Ook het segment van mid- en small caps biedt bij een verder economisch herstel kansen. Tegelijkertijd zijn aandelenkoersen vooruitgelopen op winstherstel van bedrijven. De performance van het Fonds is gegeven de specifieke posities vooral afhankelijk van de ontwikkelingen van de individuele bedrijven.

Verklaring omtrent de bedrijfsvoering

European Opportunities Fund is een open-end beleggingsfonds voor gemene rekening. Een fonds voor gemene rekening is geen rechtspersoon met een afgescheiden vermogen, maar een overeenkomst tussen de beheerder, de bewaarder en de participanten in het fonds, waarbij door de beheerder voor rekening en risico van de participanten gelden worden belegd in vermogenswaarden die op naam van de bewaarder voor de participanten worden bewaard.

Global Opportunities (GO) Capital Asset Management treedt op als beheerder. De beheerder heeft een vergunning als bedoeld in artikel 2:65 Wet op het financieel toezicht ("Wft"), toegekend door de Autoriteit Financiële Markten ("AFM"). De beheerder beschikt over een beschrijving van de bedrijfsvoering, welke is vastgelegd in de zogenaamde AO/IC. Deze AO/IC voldoet aan de eisen van de Wft en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen Wft ("Bgfo"). De beheerder heeft gedurende de verslagperiode verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij deze werkzaamheden zijn geen constatering gedaan op grond waarvan de beheerder zou moeten concluderen dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving.

Op grond hiervan verklaart de beheerder te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 Bgfo, die voldoet aan de eisen van de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. De beheerder verklaart voorts met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering, waarvan risicomanagement onderdeel uitmaakt, gedurende de verslagperiode effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd.

Amsterdam, 19 augustus 2015

De Beheerder
Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V.

Financieel Verslag

European Opportunities Fund

Balans

(voor resultaatbestemming)

| | Toelichting | 30-06-2015 EUR | 31-12-2014 EUR |
|--|-------------|-------------------|-------------------|
| Beleggingen | | | |
| Aandelen | (4.1) | 22.274.572 | 15.942.895 |
| Vorderingen | | | |
| Vorderingen uit hoofde van effectentransacties | (5.1) | 47.764 | - |
| Overige vorderingen en overlopende activa | (5.2) | 283.114 | 262.643 |
| | | 330.878 | 262.643 |
| Overige activa | | | |
| Immateriële vaste activa | (6.1) | - | - |
| Liquide middelen | (6.2) | 4.944.515 | 980.106 |
| | | 4.944.515 | 980.106 |
| Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar) | | | |
| Schulden aan kredietinstellingen | (7.1) | 4.762.356 | 711.862 |
| Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties | (7.2) | 987.747 | - |
| Schulden uit hoofde van nog uit te geven stukken | (7.3) | - | - |
| Overige schulden en overlopende passiva | (7.4) | 656.768 | 336.958 |
| | | 6.406.871 | 1.048.820 |
| Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden | | -1.131.478 | 193.929 |
| Uitkomst van activa min kortlopende schulden | | 21.143.094 | 16.136.824 |
| Beleggingen (Shortposities) | | | |
| Aandelen | (8.1) | 2.926.678 | 966.615 |
| Eigen vermogen | | | |
| Participatiekapitaal | (9.1) | 10.739.508 | 10.055.408 |
| Wettelijke reserve | (9.2) | - | - |
| Algemene reserve | (9.3) | 5.114.801 | 3.716.066 |
| Onverdeeld resultaat | (9.4) | 2.362.107 | 1.398.735 |
| | | 18.216.416 | 15.170.209 |
| Netto Vermogenswaarde per participatie | | 174,59 | 150,66 |

Winst- en verliesrekening

| | | 01-01-2015 30-06-2015 EUR | 01-01-2014 30-06-2014 EUR |
|---|--------|---------------------------------|---------------------------------|
| Opbrengsten uit beleggingen | | | |
| Dividend | (10.1) | 85.028 | 113.293 |
| Interestbaten | (10.2) | - | - |
| | | 85.028 | 113.293 |
| Koersresultaten | | | |
| Gerealiseerde winst op beleggingen long | | 2.954.110 | 1.010.014 |
| Gerealiseerd verlies op beleggingen long | | - | -110.324 |
| Niet-gerealiseerde winst op beleggingen long | | 1.764.191 | 768.363 |
| Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen long | | -1.411.760 | -1.131.276 |
| Gerealiseerde winst op beleggingen short | | 107.934 | - |
| Gerealiseerd verlies op beleggingen short | | -79.373 | -25.416 |
| Niet-gerealiseerde winst op beleggingen short | | 62.823 | 32.137 |
| Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen short | | -183.527 | - |
| Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden | | 2.622 | 26 |
| | | 3.217.020 | 543.524 |
| Totale baten | | 3.302.048 | 656.817 |
| Kosten | | | |
| Dividendlasten door short posities | (11.1) | 89.865 | - |
| Kosten van beheer van beleggingen | (11.2) | 781.491 | 120.802 |
| Kosten van de bewaarder | (11.3) | 13.069 | 3.970 |
| Afschrijving immateriële vaste activa | | - | 2.329 |
| Interestkosten | | 18.797 | 3.828 |
| Overige kosten | (11.4) | 36.719 | 35.103 |
| Totale lasten | | 939.941 | 166.032 |
| Beleggingsresultaat | | 2.362.107 | 490.785 |

Kasstroomoverzicht

| | 01-01-2015 30-06-2015 EUR | 01-01-2014 30-06-2014 EUR |
|--|---------------------------------|---------------------------------|
| Kasstroom uit beleggingsactiviteiten | | |
| Opbrengsten uit beleggingen | 2.362.107 | 490.785 |
| Koersresultaat | -3.217.020 | -543.524 |
| Afschrijving immateriële vaste activa | <u>-</u> | <u>2.329</u> |
| Direct beleggingsresultaat | -854.913 | -50.410 |
| Aankopen | -14.451.989 | -11.874.692 |
| Verkopen | <u>13.294.773</u> | <u>9.475.349</u> |
| | -1.157.216 | -2.399.343 |
| Valutare resultaten op overige vorderingen en schulden | <u>2.622</u> | <u>26</u> |
| | 2.622 | 26 |
| Mutatie kortlopende vorderingen | -68.235 | -25.275 |
| Mutatie kortlopende schulden | <u>1.307.557</u> | <u>778.444</u> |
| | <u>1.239.322</u> | <u>753.169</u> |
| <i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i> | -770.185 | -1.696.558 |
| Kasstroom uit financieringsactiviteiten | | |
| Ontvangen bij geplaatste participaties | 739.900 | 434.925 |
| Betaald bij inkoop participaties | <u>-55.800</u> | <u>-45.075</u> |
| <i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i> | 684.100 | 389.850 |
| Netto mutatie geldmiddelen | -86.085 | -1.306.708 |
| Geldmiddelen 1 januari | <u>268.244</u> | <u>2.998.156</u> |
| Netto geldmiddelen 30 juni | <u>182.159</u> | <u>1.691.448</u> |

Toelichting

Algemeen

European Opportunities Fund is een beleggingsinstelling die belegt in beursgenoteerde effecten in Europa. European Opportunities Fund is een open-end beleggingsfonds voor gemene rekening en dus geen rechtspersoon.

De jaarrekening is opgesteld conform de wettelijke voorschriften en de Richtlijn Beleggingsinstellingen van de Raad voor de Jaarverslaggeving. Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. Het boekjaar van het Fonds valt samen met het kalenderjaar.

De rechten van deelneming luiden op naam. De participanten en hun rechten van deelneming worden ingeschreven in het participantenregister. Uittreding door middel van inkoop van participaties door het Fonds is mogelijk per iedere laatste werkdag van de maand. Met inachtneming van een termijn van één maand kunnen participaties vrijelijk aan het Fonds worden aangeboden. Overdracht van participaties aan derden is toegestaan.

Het Fonds zal te allen tijde bereid zijn tot uitgifte en inkoop van participaties over te gaan, behalve indien de beheerder bezwaar hiertegen heeft gezien omstandigheden op de markt waarop activa en passiva van het Fonds worden verhandeld, dan wel indien naar het oordeel van de beheerder uitgifte of inkoop de belangen van het Fonds en haar participanten zou schaden.

Omrekening vreemde valuta

Activa en passiva luidende in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers per balansdatum. Baten en lasten in vreemde valuta worden omgerekend tegen de koers per transactiedatum. Alle valutakoersverschillen zijn verwerkt in de resultatenrekening.

Waarderingsgrondslagen

Activa en passiva worden gewaardeerd op basis van reële waarde, tenzij anders aangegeven.

Beleggingen

De waardering van de beleggingen vindt plaats in euro en wel als volgt:

- liquide beleggingen worden gewaardeerd tegen de laatstgedane beurskoers;
- minder liquide beleggingen worden gewaardeerd op basis van de meest recente beurskoers tenzij de beheerder van mening is dat deze prijs geen juiste weergave is van de reële waarde van de belegging. In dat geval zal de beheerder zelf de reële waarde bepalen op basis van alle beschikbare informatie;
- liquide middelen, deposito's en overige vorderingen en verplichtingen worden gewaardeerd op nominale waarde;
- vreemde valutapositionen worden omgerekend naar euro tegen de gemiddelde noteringen van de vorige dag.

De beheerder behoudt zich het recht voor om elke andere waarderingsgrondslag toe te passen voor zover dit, naar het inzicht van de beheerder, een betere weergave geeft van de reële waarde, mits in overeenstemming met goed koopmansgebruik.

De aankoopkosten van de beleggingen zijn opgenomen in de kostprijs en zijn derhalve meegeactiveerd. Eventuele verkoopkosten worden in mindering gebracht op de opbrengsten.

Financiële instrumenten

De financiële instrumenten worden opgenomen tegen reële waarde. Voor de reële waarde van de financiële instrumenten is uitgegaan van de marktwaarde. Voor een beschrijving van de risico's gerelateerd aan financiële instrumenten wordt verwezen naar de toelichting op de balans.

Immateriële vaste activa

De oprichtings- en introductiekosten zijn bij aanvang van het Fonds geactiveerd en worden in vijf jaar afgeschreven. Deze kosten zijn reeds geheel afgeschreven.

Overige activa en passiva

Overige activa en passiva worden gewaardeerd op nominale waarde. Voor zover noodzakelijk zijn voorzieningen voor oninbaarheid getroffen.

Beleggingen (shortposities)

Shortposities worden gewaardeerd overeenkomstig de vermelde grondslagen onder "beleggingen". De shortposities betreffen beleggingen die door het Fonds zijn ingeleend en verkocht met als doel te anticiperen op een verwachte daling in de marktwaarde van de beleggingen. Het risico voor het Fonds daarbij is dat de marktwaarde van deze beleggingen stijgt in plaats van daalt. Dientengevolge kan het bedrag dat benodigd is om de shortposities af te wikkelen, uitstijgen boven het bedrag waarvoor deze beleggingen reeds zijn opgenomen in de balans, omdat het Fonds de beleggingen moet kopen op de beurs tegen de dan geldende marktprijzen om aan zijn leveringsverplichting te voldoen.

Bij het aangaan van een short-verkoop leent het Fonds de betreffende effecten in om deze vervolgens te leveren aan de kopende partij. Iedere dag dat de shortpositie "open" staat, wordt de leveringsverplichting om de ingeleende beleggingen af te lossen op marktwaarde gewaardeerd en wordt een ongerealiseerde winst of verlies verantwoord. Op het moment dat de shortpositie wordt afgewikkeld ("closed"), realiseert het Fonds een winst of verlies gelijk aan het verschil tussen de prijs waartegen de belegging was verkocht en de aankoopwaarde van de belegging om de ingeleende positie af te lossen. Zolang de transactie "open" is, zal het Fonds ook kosten maken, zoals rente of dividend, die zij verschuldigd is aan de uitlener van de beleggingen. Deze kosten worden in mindering gebracht op de corresponderende posten in de winst- en verliesrekening.

Opslagen bij toe- en uittreding

De beheerder brengt voornamelijk geen toe- en uittredingskosten in rekening.

De participanten betalen voor elke toetreding, uittreding, of overboeking mutatiekosten ten bedrage van euro 25.

Grondslagen voor resultaatbepaling

Het resultaat wordt bepaald door de opbrengsten van het in de verslagperiode ontvangen dividend en de interest over de verslagperiode te verminderen met de aan de verslagperiode toe te rekenen lasten. De in de verslagperiode opgetreden gerealiseerde en niet-gerealiseerde koersresultaten worden bepaald door op de verkoopopbrengst dan wel de balanswaarde aan het einde van de verslagperiode, de aankoopwaarde, dan wel de balanswaarde aan het begin van de verslagperiode, in mindering te brengen. Deze koersresultaten zijn in de resultatenrekening opgenomen.

Fiscale aspecten

European Opportunities Fund opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Dit betekent dat voor het Fonds het 0%-tarief wordt toegepast, mits aan bepaalde wettelijke vereisten wordt voldaan. In de cijfers van het Fonds is dientengevolge geen belastingdruk verwerkt.

De ten laste van het Fonds ingehouden Nederlandse dividendbelasting komt volledig in aanmerking voor teruggaaf. Voor buitenlandse bronheffing kan na afloop van het boekjaar een tegemoetkoming aan de Nederlandse belastingdienst worden gevraagd. Deze tegemoetkoming is afhankelijk van de samenstelling van het participantenbestand ten tijde van het door het Fonds zelf uit te keren dividend. Voornamelijk is de ingehouden bronbelasting als vordering opgenomen.

Toelichting op de balans

| | 30-06-2015 | 31-12-2014 |
|--|-------------------|-------------------|
| | EUR | EUR |
| Beleggingen (4) | | |
| <i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | 15.942.895 | 10.560.389 |
| Aankopen | 12.847.831 | 26.459.760 |
| Verkopen | -9.822.695 | -22.886.110 |
| Gerealiseerde winst | 2.954.110 | 2.266.894 |
| Gerealiseerd verlies | - | -558.280 |
| Ongerealiseerde winst | 1.764.191 | 1.816.143 |
| Ongerealiseerd verlies | -1.411.760 | -1.715.901 |
| | <u>22.274.572</u> | <u>15.942.895</u> |
| Stand 30 juni | | |
| Historische kostprijs | 20.318.481 | 14.339.235 |

Vorderingen (5)

Vorderingen uit hoofde van effectentransacties (5.1)

Dit betreft de nog per bank te verrekenen bedragen in verband met verkopen van effecten door het Fonds. Vorderingen hebben een looptijd korter dan 1 jaar.

Overige vorderingen en overlopende activa (5.2)

| | | |
|--|----------------|----------------|
| Te vorderen dividend- en bronbelasting | 277.131 | 262.643 |
| Te vorderen dividend | - | - |
| Vooruitbetaalde kosten | 5.983 | - |
| | <u>283.114</u> | <u>262.643</u> |

Overige activa (6)

Immateriële vaste activa (6.1)

| | | |
|--|----------|----------|
| Stand begin boekjaar | - | 2.329 |
| Afschrijving immateriële vaste activa | - | -2.329 |
| | <u>-</u> | <u>-</u> |
| Stand 30 juni | | |
| Cumulatieve afschrijving op immateriële vaste activa | 80.300 | 80.300 |

De post immateriële vaste activa betreft de activering van de kosten van oprichting en introductie per 18 februari 2009.

Liquide middelen (6.2)

Dit betreft het positieve saldo op de rekening courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank. Hiervan staat een bedrag van eur 4.944.515, door de bank geblokkeerd als collateral voor de short posities in zowel aandelen als futures, niet ter vrije beschikking van het Fonds.

Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar) (7)

Schulden aan kredietinstellingen (7.1)

Het opgenomen bedrag is het debetsaldo future-margin-account van het Fonds.

Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties (7.2)

Hieronder zijn opgenomen de schulden in verband met de per balansdatum nog niet afgerekende effectentransacties.

Schulden uit hoofde van nog uit te geven stukken (7.3)

Hieronder zijn opgenomen de schulden in verband met de per balansdatum vooruit ontvangen toetredingsbedragen van participanten.

| | 30-06-2015 | 31-12-2014 |
|--|------------------|-------------------|
| | EUR | EUR |
| <i>Overige schulden en overlopende passiva (7.4)</i> | | |
| Nog te betalen vermogensbeheervergoeding | 23.968 | 19.344 |
| Nog te betalen performance fee | 618.199 | 304.304 |
| Nog te betalen bewaarloon | - | -488 |
| Nog te betalen inzake kosten AIFMD rapportage | 125 | - |
| Nog te betalen kosten participantenadministratie | 1.800 | 1.000 |
| Nog te betalen administratiekosten | 2.500 | 2.500 |
| Nog te betalen publiciteitskosten | 2.507 | 1.673 |
| Nog te betalen accountantskosten | 5.694 | 4.444 |
| Nog te betalen toezichtskosten | 1.631 | 4.479 |
| Nog te betalen advieskosten | 344 | -298 |
| Nog te betalen overige algemene kosten | - | - |
| | <u>656.768</u> | <u>336.958</u> |
| Beleggingen shortposities (8) | | |
| <i>Mutatieoverzicht aandelen shortposities (8.1)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | 966.615 | 756.992 |
| Verkopen | 3.472.078 | 1.366.955 |
| Aankopen | -1.604.158 | -1.059.517 |
| Gerealiseerde winst op aandelen | -107.934 | -33.812 |
| Gerealiseerd verlies op aandelen | 79.373 | 241.421 |
| Ongerealiseerde winst op aandelen | -62.823 | -305.424 |
| Ongerealiseerd verlies op aandelen | <u>183.527</u> | <u>-</u> |
| Stand 30 juni | <u>2.926.678</u> | <u>966.615</u> |
| Historische kostprijs | 2.988.309 | 1.148.950 |
| Eigen vermogen (9) | | |
| <i>Participatiekapitaal (9.1)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | 100.695 | 10.055.408 |
| Geplaatst | 4.010 | 1.434.900 |
| Ingekocht | <u>-365</u> | <u>-536.793</u> |
| Stand 30 juni | <u>104.339</u> | <u>10.055.408</u> |
| <i>Wettelijke reserve (9.2)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | - | 2.329 |
| Onttrokken aan algemene reserve | <u>-</u> | <u>-2.329</u> |
| Stand 30 juni | <u>-</u> | <u>-</u> |

De wettelijke reserve heeft betrekking op de geactiveerde oprichtingskosten en is gevormd ten laste van de algemene reserve.

| | 30-06-2015 | 31-12-2014 |
|------------------------------------|-------------------------|------------------|
| | EUR | EUR |
| <i>Algemene reserve (9.3)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | 3.716.066 | 1.145.137 |
| Ontrokken aan onverdeeld resultaat | 1.398.735 | 2.568.600 |
| Ontrokken aan wettelijke reserve | - | <u>2.329</u> |
| Stand 30 juni | <u>5.114.801</u> | <u>3.716.066</u> |
| <i>Onverdeeld resultaat (9.4)</i> | | |
| Stand begin boekjaar | 1.398.735 | 2.568.600 |
| Toegevoegd aan algemene reserve | -1.398.735 | -2.568.600 |
| Resultaat lopend boekjaar | <u>2.362.107</u> | <u>1.398.735</u> |
| Stand 30 juni | <u>2.362.107</u> | <u>1.398.735</u> |

Toelichting op de winst- en verliesrekening

Opbrengsten uit beleggingen (10)

Dividend (10.1)

Hieronder zijn verantwoord de netto contante dividenden met inbegrip van de terug te ontvangen bronbelasting en de nominale waarde van de stockdividenden. In het geval van een shortpositie op dividenddatum zijn de te betalen dividenden opgenomen.

Interestbaten (10.2)

De interestvergoeding over het banksaldo is een opbrengst voor het Fonds.

Kosten (11)

Dividendlasten op short posities (11.1)

Dit betreft de dividend vervangende vergoeding (bruto) die betaald dient te worden aan de uitlenende partij op de door het Fonds gehouden short posities.

| | 01-01-2015 30-06-2015 EUR | 01-01-2014 30-06-2014 EUR |
|---|---------------------------------|---------------------------------|
| <i>Kosten van beheer van beleggingen (11.2)</i> | | |
| Performance fee | 618.199 | 20.391 |
| Vermogensbeheervergoeding | 141.617 | 99.884 |
| Overige beheerkosten | <u>21.675</u> | <u>527</u> |
| | <u>781.491</u> | <u>120.802</u> |

• *Performance fee*

Het Fonds zal de beheerder een performance fee betalen, vastgesteld per jaar en betaalbaar per het begin van het daaropvolgende jaar. Deze komt overeen met 20% van de stijging in de netto vermogenswaarde, aangepast voor stortingen, onttrekkingen en uitkeringen, na aftrek van alle kosten maar voor aftrek van de vermogensbeheervergoeding gedurende het jaar. De reservering voor de performance fee vindt periodiek in de nettovermogenswaarde berekening plaats. De performance fee is niet verschuldigd voor zover de netto vermogenswaarde van het Fonds, aangepast voor stortingen, onttrekkingen en uitkeringen en na aftrek van alle kosten lager is dan de stand per ultimo in het jaar ervoor, dan wel enig andere ultimo-stand van een jaar daarvoor.

• *Beheervergoeding*

Door de beheerder werd aan het Fonds een beheervergoeding in rekening gebracht van 0,125% van de netto vermogenswaarde van het Fonds aan het einde van iedere kalendermaand, betaalbaar per het begin van de daaropvolgende maand.

• *Overige beheerkosten*

Hieronder zijn opgenomen de kosten die rechtstreeks verband houden met het beheer van de beleggingen, zoals bewaarloon, transactiekosten, kosten van het inlenen van aandelen, alsmede de beloning van de Raad van Toezicht.

• *Kosten van de bewaarder (11.3)*

Voor de werkzaamheden in verband met de uitoefening van de uit hoofde van de Wet toezicht beleggingsinstellingen verplichte functie van bewaarder, is de bewaarder gerechtigd tot een vergoeding van 0,018% met een minimum van eur 13.500 per jaar. Daarnaast kent de Juridische Eigenaar een vergoeding van eur 5.000 per jaar, te vermeerderen met 0,01% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds in dat jaar. De gemiddelde netto vermogenswaarde wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden in dat jaar.

| | 01-01-2015 | 01-01-2014 |
|-----------------------------------|-------------------|------------|
| | 30-06-2015 | 30-06-2014 |
| | EUR | EUR |
| • <i>Overige kosten (11.4)</i> | | |
| Kosten participantenadministratie | 3.592 | 2.925 |
| Advieskosten | 2.231 | 2.500 |
| Administratiekosten | 15.000 | 15.000 |
| Accountantskosten | 6.694 | 6.695 |
| Bijdrage WTB | 6.942 | 6.942 |
| Publiciteitskosten | 1.041 | 1.041 |
| Overige algemene kosten | 1.219 | - |
| | 36.719 | 35.103 |

De overige kosten hebben betrekking op de kosten van administratievoering, verslaggeving, bijhouden participantenregister, participantenvergaderingen, accountant, toezicht en dergelijke.

De beheerder verwacht, afgezien van uitzonderlijke omstandigheden, dat deze overige kosten jaarlijks niet meer dan 5,0% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds zullen bedragen. De gemiddelde netto vermogenswaarde voor de de overige kosten wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden (primo maand plus ultimo maand gedeeld door twee).

Overige toelichting

Kostenvergelijking

| <i>Vaste kosten</i> | Werkelijk | Prospectus | % Afwijking |
|---------------------|----------------|----------------|--------------|
| Performance fee | 618.199 | 618.199 | 0,00% |
| Beheervergoeding | 141.617 | 141.617 | 0,00% |
| Administratiekosten | 15.000 | 15.000 | 0,00% |
| Kosten bewaarder | 13.069 | 13.069 | 0,00% |
| | <u>787.885</u> | <u>787.885</u> | <u>0,00%</u> |

Lopende Kosten Ratio

De Lopende Kosten Ratio 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 interestkosten en transactiekosten van de beleggingen worden buiten beschouwing gelaten.
- Voor de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds wordt de 52-weeks gemiddelde netto vermogenswaarde genomen.

De Lopende Kosten Ratio voor het Fonds over de eerste helft van het boekjaar 2015 bedraagt: 5,17% - geannualiseerd 10,34% (eerste helft boekjaar 2014: 1,23% - geannualiseerd 2,45%).

Turnover ratio

De turnover ratio (omloopfactor) wordt als volgt berekend: totale aankopen plus totale verkopen min toetredingen min uitredingen gedeeld door de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds.

De turnover ratio voor het Fonds voor de eerste helft van het boekjaar 2015 bedraagt: 151% - geannualiseerd 303% (eerste helft boekjaar 2014: 158% - geannualiseerd 315%).

Transactiekosten

Transactiekosten worden meegeactiveerd in de kostprijs beleggingen (aankopen) of verrekend met het gerealiseerd resultaat (verkopen). Over de verslagperiode was het totaal van de transactiekosten € 52.010.

Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

Administratievoering

De administratie is uitbesteed aan CACEIS Bank Luxembourg Amsterdam Branch. Zij voert de administratie voor het Fonds, waaronder het verwerken van alle beleggingstransacties, het verwerken van de inkomsten en uitgaven en het opstellen van de dagelijkse netto vermogenswaarde. Tevens stelt zij, onder verantwoordelijkheid van de beheerder, het halfjaarbericht en de jaarrekening van het Fonds op. De administrateur ontvangt een vergoeding van minimaal eur 30.000 (exclusief BTW) per jaar te relateren aan de hoogte van de netto vermogenswaarde, te berekenen als volgt:

| | |
|----------------------------------|--------|
| tot en met een fondsvermogen van | |
| eur 25.000.000: | 0,075% |
| over het meerdere tot | |
| eur 50.000.000: | 0,065% |
| over het meerdere tot | |
| eur 100.000.000: | 0,055% |
| over het meerdere tot | |
| eur 150.000.000: | 0,045% |
| Over het meerdere: | 0,020% |

Uitvoering beleggingsbeleid

Het beleggingsbeleid is uitbesteed aan Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V. (de beheerder). De belangrijkste taken betreffen het ontwikkelen van beleggingsideeën, het volgen van de markt en het aan- en verkopen van beleggingen. Het beleggingsbeleid is vastgelegd in het prospectus dd. 31 oktober 2014.

Verantwoording over het gevoerde beleid wordt, naast het verslag van de beheerder in het halfjaarbericht en de jaarrekening, in een maandbericht verspreid aan de participanten. Voor de verrichte werkzaamheden ontvang de beheerder een beheervergoeding ter hoogte van 0,125% van de netto vermogenswaarde van het Fonds per ultimo van iedere maand.

Indien de performance van het Fonds dit toelaat, ontvangt de beheerder tevens een performance fee van 20% van de stijging in de netto vermogenswaarde per jaar, aangepast voor stortingen, onttrekkingen en uitkeringen, na aftrek van alle kosten, maar voor aftrek van de vermogensbeheervergoeding gedurende het jaar.

Uitvoeren van bewaarderactiviteiten

De bewaarder van het Fonds is KAS Trust & Depositary Services. De juridisch eigenaar van de activa is Stichting Bewaarder European Opportunities Fund. De bewaarder heeft een vergaande toezichhoudende en controlerende rol. De bewaarder heeft tot doel de belangen van de beleggingsinstelling en haar participanten te beschermen. Hiertoe moet de bewaarder op grond van de AIFM-richtlijn de activa van het Fonds in bewaring nemen en controlerende werkzaamheden rondom het Fonds verrichten. Daaronder vallen: het bewaken van kasstromen van het Fonds, vaststellen dat de beleggingen van het Fonds toebehoren aan het Fonds en dat dit is vastgelegd in een administratie, controleren of uitgevoerde transacties juist en tijdig worden gesettled en controleren of de beheerder het in het prospectus beschreven beleggingsbeleid naleeft zoals bijvoorbeeld de geldende restricties.

De bewaarder treedt uitsluitend op in het belang van de participanten. Over het vermogen van het Fonds kan slechts worden beschikt door de bewaarder en de beheerder tezamen. De bewaarder verleent geen medewerking aan de afgifte van tot het vermogen van het Fonds behorende waarden, alvorens van de beheerder een verklaring te hebben ontvangen waaruit blijkt dat de desbetreffende afgifte wordt verlangd in verband met de regelmatige uitoefening van de functie van de beheerder. De bewaarder is gerechtigd tot een vergoeding van 0.018% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds in dat jaar met een minimum van eur 13.500. De juridisch eigenaar is gerechtigd tot eur 5.000 per jaar, te vermeerderen met 0,01% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds in dat jaar.

Personeel

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

In- en uitlenen van effecten

Ten aanzien van de mogelijkheid van het Fonds om shortposities aan te gaan heeft het Fonds een leenovereenkomst afgesloten. Hierdoor is het Fonds in staat effecten in te lenen voor het aangaan van short posities. Voor deze faciliteit is het Fonds een leenvergoeding verschuldigd.

Verbonden partijen

Indien door de beheerder ten behoeve van European Opportunities Fund relaties worden onderhouden met aan de beheerder gelieerde partijen zal in het jaarverslag hieromtrent een opsomming worden gegeven alsmede de mate waarin transacties tegen marktconforme tarieven hebben plaatsgevonden. In het boekjaar hebben echter geen transacties met gelieerde partijen plaatsgevonden.

Amsterdam, 19 augustus 2015

De beheerder

Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V.