

# Halfjaarbericht 2018

European Opportunities Fund



# Inhoudsopgave

<b>Ontwikkeling European Opportunities Fund</b>	<b>3</b>
<b>Profiel</b>	<b>4</b>
<b>Verslag van de beheerder</b>	<b>5</b>
<b>Financieel verslag</b>	
Balans	18
Winst- en verliesrekening	19
Kasstroomoverzicht	20
Toelichting	
- algemeen	21
- op de balans	23
- op de winst en verliesrekening	25
- overige	27

# Algemene informatie

## **European Opportunities Fund**

Fiscale Beleggingsinstelling, opgericht in 2009

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

Telefoon 020-5703045

[www.go-capital.nl](http://www.go-capital.nl)

## **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, Netherlands Branch

Gustav Mahlerlaan 310-B

1082 ME Amsterdam

## **Fiscaal adviseur**

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

# Ontwikkeling European Opportunities Fund

	30-06-2018	31-12-2017	31-12-2016
<b>Netto vermogenswaarde EUR x 1.000</b>			
Netto vermogenswaarde volgens balans	16.348	16.433	16.848
Aantal uitstaande participaties	92.223	93.116	98.390
Netto vermogenswaarde per participatie EUR	177,26	176,48	171,23
Uitkering per participatie EUR	-	-	-
	01-01-2018	01-01-2017	01-01-2016
	30-06-2018	30-06-2017	30-06-2016
<b>Winst- en verliesrekening EUR x 1.000</b>			
Opbrengsten uit beleggingen	130	93	99
Koersresultaten	444	1.467	-1.118
Kosten	<u>-499</u>	<u>-617</u>	<u>-216</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>75</u>	<u>943</u>	<u>-1.235</u>
	01-01-2018	01-01-2017	01-01-2016
	30-06-2018	30-06-2017	30-06-2016
<b>Winst- en verliesrekening per participatie EUR</b>			
Aantal uitstaande participaties	92.223	93.858	100.059
Opbrengsten uit beleggingen	1,41	1,00	0,99
Koersresultaten	4,82	15,63	-11,18
Kosten	<u>-5,41</u>	<u>-6,57</u>	<u>-2,16</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>0,82</u>	<u>10,06</u>	<u>-12,35</u>

## Profiel

Het 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. Hierbij belegt de Beheerder gelden in vermogenswaarden voor rekening en risico van de participanten die op naam van de bewaarder voor de participanten worden bewaard.

Het European Opportunities Fund heeft veel kenmerken van een long/short aandelen hedge fonds, maar mag tevens investeren in andere financiële instrumenten. Het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund richt zich op het behalen van een positief rendement, ongeacht de marktomstandigheden. Doelstelling is het behalen van een jaarlijks gemiddeld rendement van 15% na aftrek van alle kosten.

Het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund in aandelen of financiële markten, wanneer er sprake is van een vermeende overreactie ofwel stress. Verder neemt het European Opportunities Fund 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 derivaten zoals futures worden ingenomen.

Het European Opportunities Fund heeft een portefeuille met daarin veelal tussen de tien en twintig posities.

### **Risico**

Het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund te overwegen.

# Verslag van de beheerder

## Algemeen

Wij bieden u hierbij het halfjaarbericht van 2018 aan van het European Opportunities Fund. In de eerste zes maanden van 2018 behaalde het European Opportunities Fund een rendement van +0,5%. De gemiddelde netto long positie (long -/- short) bedroeg 96%. Sinds de start van het European Opportunities Fund is een rendement behaald van in totaal 77%, wat gelijk staat aan een geannualiseerd jaarlijks rendement van +6,3%. Over de afgelopen drie en vijf jaar behaalde het European Opportunities Fund een geannualiseerd rendement van respectievelijk +0,5% en +9,7%.

In de eerste helft van 2018 wist het European Opportunities Fund met een gemiddelde netto long van 96% een beter rendement te behalen dan de Stoxx Europe Index en de long/short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index), welke met respectievelijk 2,4% en 0,7% in waarde daalden. De AEX-index behaalde een licht hoger rendement dan het European Opportunities Fund, +1,3%.

## Financiële en economische achtergrond

In de eerste helft van 2018 daalden Europese aandelenbeurzen. De STOXX Europe 600 index nam met 2,4% af (de Duitse DAX-index daalde met 4,7%). De long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) daalde met 0,7%. De AEX-index daarentegen steeg met 1,3%. In de Verenigde Staten (VS) steeg de S&P 500 licht met +1,6% in de eerste zes maanden, terwijl de Dow Jones met 1,8% daalde. Onrust vanwege de buitenlandpolitiek van Trump en het verschuivende monetaire beleid naar verkrappend zijn oorzaken voor een toenemende volatiliteit op financiële markten.

*Make America Great Again* krijgt vorm, Trump zet handelspolitiek op scherp

De Amerikanen hebben in het verleden het fundament gelegd voor globalisering. Verschillende stappen zijn genomen om handelsbarrières weg te nemen en tarieven te verlagen. Trump wijzigt koers en zet deze ontwikkeling in toenemende mate op losse schroeven. Trump geeft vorm aan zijn *Make America Great Again* politiek en neemt meer afstand van globalisering. Dit zette financiële markten in de eerste helft van 2018 onder druk, waardoor onder andere de volatiliteit van koersen flink steeg in het eerste kwartaal. Zo steeg de Europese volatiliteitsindex in februari even boven de 35, van een low van 10,9 in januari, maar normaliseerde weer in het tweede kwartaal.

In de eerste helft van 2018 zet president Trump zijn protectionistische handelspolitiek versterkt door. Amerikaanse bedrijven die staal of aluminium uit het buitenland willen importeren, zullen 25% voor staal en 10% voor aluminium aan importheffingen moeten gaan betalen. Dit zou Amerikaanse staalbedrijven een betere positie geven tegen 'oneerlijke buitenlandse concurrentie' vooral uit China. Dit is slecht nieuws voor staalafhankelijke bedrijven in de US zoals autoproducenten. De Europese en Chinese beleidsmakers reageerden scherp negatief op deze maatregelen en beloofden tegenreacties.

Ook introduceerde Trump extra invoerheffingen van 25% op \$50 miljard aan producten uit China (o.a. uit de luchtvaart en de machine-industrie, medische apparatuur en medicijnen). Hierop meldde China dat het 25% importheffing zal toepassen op \$50 miljard aan goederen (o.a. soja en vlees) uit de VS, waarna Trump een lijst van \$200 miljard liet opstellen waarover 10% importheffing geheven zou kunnen gaan worden. Met dit beleid wil Trump 'oneerlijke industriële politiek' uit China aanpakken. Zo zou China bedrijven die actief zijn in China dwingen om technologie te delen met Chinese bedrijven, zit China achter overnames in Amerika waardoor de technologie in Chinese handen komt, gelden er andere patentregels voor buitenlandse bedrijven en pleegt China cyberspionage. Op de tweede ronde van Trump's importheffingen verergerde de losbrekende handelsoorlog en China reageerde geschokt, maar kan niet met gelijke munt terugslaan. China exporteert voor \$524 miljard (2017 cijfers) naar de US en de US exporteert slechts voor \$188 miljard naar China. Trump gaf aan nog verder te willen gaan indien nodig.

Daarnaast dreigde Trump - na de importheffingen op staal en de tegenreactie van de Europese Unie - de Europese Unie met extra importheffingen van 20% op alle Europese auto's. In een gesprek in juli tussen Juncker, voorzitter van de Europese Commissie, en Trump lijkt echter de eerste kou uit de lucht. Er zijn afspraken gemaakt om te gaan spreken over de afschaffing van alle importheffingen over en weer. Juncker heeft beloofd meer vloeibaar gas en sojabonen uit de VS te halen. Echter, het blijft de vraag hoe Trump in de toekomst zal reageren.

Analisten berekenden dat extra heffing van 10% op de handel tussen de VS en EU na twee jaar 0,3-0,4% groeivertraging oplevert van het bruto binnenlands product. Echter, de tweede ronde effecten zijn groter en lastiger te berekenen. Bedrijfswinsten zullen geraakt worden waardoor investeringen lager uitpakken en de inflatie zal stijgen. Het monetaire beleid zal hierop moeten reageren, waarbij enerzijds de hogere inflatie roept om hogere rente wat juist ongunstig is voor een vertragende economische groei door meer handelstarieven.

### *Noord-Korea*

Het land vormt een toenemende bedreiging voor de wereldwijde vrede en veiligheid, mede door de ontwikkeling van kernraketten en krachtige uitlatingen van Kim Jung-Un vooral aan het adres van Trump. Een aantal positieve ontwikkelingen vonden plaats in de eerste helft van 2018. Nadat Korea met 22 atleten kon meedoen aan de Olympische Winterspelen in Pyeongchang vond er ontspanning plaats.

Leiders van Noord-Korea (Kim Jung-Un) en Zuid-Korea (Moon Jae-in) hebben elkaar voor het eerst in tien jaar ontmoet in de gedemilitariseerde zone Panmunjeom, gelegen tussen de twee landen. Voor het eerst in 65 jaar zette een Noord-Koreaanse leider een voet op Zuid-Koreaanse bodem. Kim verklaarde het huidige staakt-het-vuren te willen omzetten in een vredesakkoord tussen de twee landen als de VS toezeget Noord-Korea niet aan te zullen vallen. Dan zou hij ook bereid zijn om de Noord-Koreaanse kernwapens te ontmantelen.

President Trump heeft de uitnodiging van de Noord Koreaanse leider Kim Jung-Un geaccepteerd om besprekingen te houden, waarbij ook het nucleaire programma van Noord-Korea aan bod zou komen. De twee hadden een topontmoeting in Singapore op 12 juni. Kim conformeerde zich aan een complete denuclearisatie van het Koreaanse schiereiland (de details van dit plan moeten nog worden uitgewerkt). Diverse onderwerpen waaronder mensenrechten en het terugbrengen van de resten van omgekomen soldaten zijn besproken. Sancties zullen worden gestopt als nucleaire zaken niet meer van importantie zijn. De VS en Zuid-Korea zullen geen gezamenlijke militaire oefeningen meer houden in de buurt van Noord-Korea. Alhoewel verdere details nog zullen worden uitgewerkt en de uitkomsten van de top pas dan op hun merites beoordeeld kunnen worden, lijken de spanningen in ieder geval weer voor enige tijd uit de lucht.

### *Monetaire autoriteiten verschuiven beleid naar verkrappend*

Het einde van het tijdperk van ruime monetaire financiering door centrale banken lijkt in zicht. Amerika loopt daarbij voorop ten opzichte van Europa.

De Amerikaanse inflatiecijfers geven een stijgend beeld weer, jaar op jaar groei accelereerde naar 2,3% in juni echter lijkt nu te stabiliseren rond dat niveau. De gemiddelde drie maands kerninflatie was 1,7% in juni, vergeleken met +3,1% in februari. Het lijkt erop dat de FED erin geslaagd is de inflatie naar 2% te tillen, alhoewel beleidsmakers zich nog niet in dergelijke bewoordingen hebben uitgelaten. Dit is waarschijnlijk omdat de arbeidskostenontwikkeling nog onder de verwachte stijgende trend liggen en deze kosten zijn een belangrijke factor in de correlatie tussen het gemiddelde uurtarief en kerninflatie over de afgelopen decennia.

Deze ontwikkelingen voedt de angst van financiële markten dat de Amerikaanse centrale bank versneld zal voortgaan met monetaire verkrapping en renteverhogingen. In 2017 is de rente in drie stappen verhoogd van 0,75% naar 1,5%. Financiële markten gaan nu uit van nogmaals drie rentestappen in 2018. Powell, in zijn toespraak als voorzitter van de FED, gaf aan te verwachten dat de gunstige economische groei zich de komende twee jaar zal voortzetten en onderstreepte de haalbaarheid van de inflatiedoelstelling van de FED. De economische groei zal naar verwachting versnellen van 2,2% in 2017 naar 2,8% in 2018 en 2,4% in 2019. De gerapporteerde werkloosheid is laag met 4,0%. Hij zal een balans moeten vinden om enerzijds oververhitting te voorkomen en anderzijds niet te hard op de monetaire rem te trappen.

Europa loopt qua economische conjunctuur achter op Amerika. De Europese inflatie versnelde naar 2,0% in juli, met een kerninflatie van 1,1%. Het meest recente Europese werkloosheidscijfer (juni) stabiliseerde op 8,3%. ECB-president Draghi ziet de onderliggende sterkte van de economie als goed, maar desalniettemin verlaagde de groei van 2,4% naar 2,1% in 2018. Onzekerheden zijn wereldwijd toegenomen door o.a. toegenomen handelsprotectionisme en een hogere volatiliteit op de financiële markten. De Europese economie zal naar verwachting met 1,9% groeien in 2019. De ECB verhoogde de inflatieverwachting van 1,4% naar 1,7% voor 2018. De verwachtingen voor 2019 en 2020 bleven onveranderd op 1,7%.

ECB liet de rente onveranderd en bevestigde haar obligatie-opkoopprogramma af te bouwen van maandelijks €30 miljard tot en met september naar €15 miljard in oktober-december 2018 om daarna te stoppen. De ECB verwacht de rente niet te verhogen voordat de zomer van 2019 voorbij is. De ECB gaf aan gelden van aflopende obligaties te herinvesteren zolang als nodig. Significante monetaire stimulering blijft nodig ondanks dat de Europese economie zich voortbeweegt op een solide en breed gedragen groeipad. Een lage rente is nodig om de inflatie te doen toenemen naar het gewenste niveau van net geen 2%.

De ECB verwacht een naar het jaareinde toenemende inflatie en een geleidelijk stijging op middellange termijn. De ECB acht het directe effect van de tot zover doorgevoerde importheffingen klein, maar mogelijke groter wordend bij aanvullende importheffingen. Meer onderzoek is nodig naar de impact daarvan op voorgenomen bedrijfsinvesteringen. De ECB herhaalde dat onzekerheden wereldwijd zijn toegenomen door toegenomen handelsprotectionisme en een hogere volatiliteit op de financiële markten.

#### *Olieprijs hersteld verder*

De olieprijs steeg met 18,7% tot \$79,44 per eind juni. Saoedi-Arabië sprak uit dat het een olieprijs van \$80 nodig heeft. Trump heeft de VS teruggetrokken uit de nucleaire deal met Iran met mogelijke sancties later in het jaar. Saoedi-Arabië en Rusland gaven aan de olieproductie te willen verhogen als compensatie van de verminderde olieproductie in Venezuela en Iran.

#### *Lange rente blijft gematigd*

De kapitaalmarktrentes lieten een gemengd beeld zien in de eerste helft van 2018. In de US steeg de 10-jarige overheidsrente met 0,46% naar 2,86%. In Duitsland daalde deze met 0,12% naar 0,30%, in Spanje daalde deze met 0,24% naar 1,31% maar in Italië steeg deze vanwege politieke onrust +0,67% naar 2,67%.

Italië leek afgelopen maanden opnieuw als euroland in de problemen te komen. De politieke verschuivingen afgelopen maanden en de extreme begrotingsvoorstellen van de Vijfsterrenbeweging en de Lega kunnen op langere termijn voor onrust zorgen. Dit vertaalde zich in stijgende rentes op de kapitaalmarkt voor Italië.

### **Beleggingsbeleid**

De beleggingsstijl van het European Opportunities Fund 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. De 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 20 posities. Deze strategie bergt ook een aantal risico's in zich, aangezien een beperkt aantal aandelen het rendement bepaalt.

Het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund in aandelen of aandelenmarkten, wanneer er sprake is van een vermeende overreactie, ofwel stress. Ook neemt het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund kan niet alleen gebruik maken van individuele shorts maar ook van derivaten zoals (index)futures. Via futures kan het European Opportunities Fund 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 European Opportunities Fund geen gebruik gemaakt van futures.

### **Performance**

Per 30 juni 2018 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie 177,26 een stijging van 0,5% ten opzichte van de waarde per 31 december 2017. In de eerste zes maanden van 2017 bedroeg de gemiddelde netto long positie 96%. Het European Opportunities Fund heeft gedurende het eerste halfjaar van 2018 hoofdzakelijk belegd in in de Benelux genoteerde aandelen.

Tabel 1: Maandelijks 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	1,1	-9,8	-5,8	1,3	1,2	4,3	6,5	60,5
2016	-8,3	-6,4	6,0	-0,1	5,5	-3,8	0,6	1,3	6,9	-0,7	-0,1	7,1	6,7	71,2
2017	1,7	1,9	0,8	1,5	2,8	-3,1	-0,8	4,1	4,4	1,1	-11,6	1,1	3,0	76,3
2018	4,2	-3,0	-2,8	3,3	2,9	-3,7							0,5	77,3



In de eerste helft van 2018 wist het European Opportunities Fund met een gemiddelde netto long van 96% een beter rendement te behalen dan de Stoxx Europe Index en de long/short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index), welke met respectievelijk 2,4% en 0,7% in waarde afnamen. De AEX-index behaalde een licht hoger rendement dan het European Opportunities Fund, +1,3%.

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

	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jaar
EOF	4,2	-3,0	-2,8	3,3	2,9	-3,7	0,5
L/S Equity	2,8	-2,1	-0,3	0,0	0,2	-1,2	-0,7
AEX	2,9	-4,5	-1,5	5,4	-0,5	-0,2	1,3
Stoxx 600	1,6	-4,0	-2,3	3,9	-0,6	-0,8	-2,4

De volatiliteit van het fonds gemeten vanaf de start van het fonds in 2009 is 15,6%, welke 0,8% hoger is dan de volatiliteit van de Nederlandse AEX index over de vergelijkbare periode. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 6,4% over deze periode. De gemiddelde netto long positie van het European Opportunities Fund sinds de start tot en met 30 juni 2018 bedroeg 68,1%. Het risico gecorrigeerde rendement sinds de start, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg 0,29 voor het European Opportunities Fund tegen 0,73 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,54 voor Nederlandse aandelen.

Over de afgelopen drie en vijf jaar behaalde het European Opportunities Fund een geannualiseerd rendement van respectievelijk +0,5% en +9,7%. Het risico gecorrigeerde rendement voor deze afgelopen drie en vijf jaar, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg respectievelijk -0,02 en 0,62.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	H1 2018	Cumulatief sinds start	Volatility	Sharpe
European Opportunities Fund	19,5	17,6	-21,7	-0,8	25,2	10,3	6,5	6,7	3,0	0,5	77	15,6%	0,29
L/S Equity	19,3	8,1	-7,5	5,8	17,0	5,1	3,1	-4,6	11,2	-0,7	71	6,4%	0,73
AEX	40,8	5,7	-11,9	9,7	17,2	5,6	4,1	9,4	12,7	1,3	135	14,8%	0,54
Stoxx 600	38,0	8,6	-11,3	14,4	17,4	4,4	6,8	-1,2	7,7	-2,4	115	13,0%	0,52

De Netto Vermogenswaarde per participatie van het European Opportunities Fund steeg in het eerste halfjaar van 2018 van 176,32 naar 177,26. Onder andere de volgende aandelenposities droegen positief bij aan dit resultaat: Yoox Net A Porter, Alfen, Heijmans, Altice Europe en Besi (short). Negatief droegen bij: Nyrstar, Beter Bed, Wirecard (short) en Celyad.

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van enkele belangrijke posities gedurende het eerste halfjaar van 2018.

## Celyad

De koers van Celyad, het Belgische biotechbedrijf, daalde in de eerste zes maanden met 26%. Ondanks de goede voortgang met de klinische studies, drukte de aankomende aandelenemissie ter financiering van de klinische programma's op de koers van het aandeel. De onderneming haalde €46 miljoen op in mei op een koers van €22,30. De koers veerde na dit resultaat weer op met 14%. De onderneming heeft nu voldoende financiële middelen tot midden 2020 en is hiermee in staat om met de lopende klinische onderzoeken de werkzaamheid aan te tonen.

Celyad ontwikkelt een nieuwe vorm van immuuntherapie waarbij het eigen menselijk afweersysteem in staat wordt gesteld om kankercellen te herkennen en bestrijden. Hierbij worden de eigen T-cellen van patiënten aangepast, opgekweekt om ze vervolgens terug in de patiënt te brengen. Deze aangepaste T-cellen kunnen kankercellen herkennen en via meerdere mechanismes uitschakelen.

De eerste signalen van klinische effectiviteit zijn hoopgevend in patiënten met AML bij een lagere dosering van het kandidaat-medicijn variërend van een 'stable disease' tot een 'complete response'. Deze CR is de eerste wereldwijd bereikte complete response met een Car T zonder combinatie met chemo in relapsed en refractory AML-patiënten en daarom hoopgevend. De onderneming heeft het aantal klinisch studies stevig uitgebreid in zowel AML als in darmkanker, de eerste patiënten zijn gedoseerd waarbij de veiligheid van het kandidaat-medicijn tot heden gunstig is. De dosering wordt nu verhoogd, het aantal doseringen gaat omhoog en er worden combinaties van het kandidaat-medicijn met chemo getest.

In juli kondigde Celyad aan dat de Amerikaanse Food and Drug Administration (FDA) de Investigational New Drug (IND)-aanvraag voor CYAD-101 heeft aanvaard. CYAD-101 is het eerste niet-gebewerkte allogene (afkomstig van donoren) programma. De FDA heeft aangegeven dat het AlloSHRINK-onderzoek, dat de veiligheid en klinische activiteit van CYAD-101 bij patiënten met niet-opereerbare colorectale kanker in combinatie met standaardchemotherapie evalueert, van start mag gaan in de kliniek. Allogene CAR-T celtherapie zou een alternatieve benadering kunnen zijn voor een grote groep patiënten,

waarbij gebruik wordt gemaakt van cellen die zijn vervaardigd van een gezonde donor en die een grotere reproduceerbaarheid en lagere productiekosten mogelijk zouden kunnen maken. De eerste dosering van het allogene product CYAD-101 in mensen wordt verwacht in het vierde kwartaal 2018.

De marktwaarde van Celyad op de beurs was 30 juni 2018 €300 miljoen. De onderneming heeft circa €70 miljoen cash. Hiermee heeft het voldoende financiële middelen tot midden 2020. De potentiële marktwaarde van de onderneming bij succesvol afronden van fase 1b/2a, is aanzienlijk hoger (vergelijkbare bedrijven staan een factor >10x hoger gewaardeerd). Een investering in Celyad kenmerkt zich door een zeer scheve asymmetrische kansverdeling, waarbij enerzijds de risico's aanzienlijk zijn, maar waarbij anderzijds het opwaarts potentieel zeer groot is.

## **Heijmans**

Heijmans publiceerde in mei de eerste kwartaalcijfers. Het lang verwachte herstel brak eindelijk door en voor het eerst in lange tijd waren er geen tegenvallers. De Nederlandse bouwmarkt trekt aan, woningverkoop is gunstig en de winst zal in 2018 en daarna stevig kunnen herstellen. Het Fund had sinds langere tijd een positie in Heijmans, aangeschaft op circa €6,60. Na een verdere koersstijging met 17% in mei tot €11,50 is de positie in zijn geheel verkocht. Voornaamste reden is dat het winstherstel in de koers is gereflecteerd en de waardering - na al het slechte nieuws in de voorgaande jaren - is genormaliseerd. Het Fund heeft nog een positie in BAM, waar meer koerspotentieel lijkt te zitten zodra ook bij BAM het winstherstel optreedt.

## **Altice**

Begin 2018 kondigde Altice aan te willen splitsen in een Amerikaans deel en een Europees deel. Dit is in mei gerealiseerd. Aandeelhouders Altice Europe kregen een claim uitgekeerd, waarmee aandeelhouders Altice op 8 juni direct aandelen Altice USA verkregen. Deze Altice USA aandelen zal het Fonds verkopen in de komende perioden, aangezien het Fund een focus op Europa heeft. Na de splitsing is Altice Europe gefocust op telecomactiviteiten in Frankrijk, Portugal, Israël en de Dominicaanse Republiek.

Altice Europe publiceerde goede kwartaalcijfers, de beste Key Performance Indicators (KPI) in de Franse markt sinds de acquisitie van SFR waarbij een sterk commercieel herstel zichtbaar is. De onderneming zet in op productverbetering door gerichte investeringen in infrastructuur en content. Door omzetgroei en margeverbetering moet de operationele kasstroom stijgen. Dit beeld komt nu door in de cijfers in het eerste en tweede kwartaal. In het eerste kwartaal wint Altice de meeste klanten in fixed net adds +71k, ten opzichte van Orange +57k, Bouygues +50k en Iliad -19k en in postpaid mobiel +239k, versus +56k voor Orange, +132k Bouygues en +130k Iliad. De omzet was 1,5% hoger dan verwacht en de EBITDA was 1,3% beter. Managementwijzigingen en de ingezette koerswijzigingen sorteren effect. Deze goede ontwikkeling zette zich ook door in het tweede kwartaal. De onderneming verwacht deze positieve trend te continueren in de komende periode. De koers van het aandeel reageerde positief, +84% in de maand mei (na de afsplitsing van Altice USA).

De onderneming gaf ook een strategische update. De verkoop van activiteiten om de schulden te verlichten ligt op schema. Een deel van het telecomnetwerk (mobile towers) in Frankrijk en Portugal is verkocht tegen een gunstige prijs. De Dominicaanse activiteiten staan in de etalage, maar de geboden prijzen liggen nog lager dan Altice wil accepteren.

Naast de gunstige commerciële ontwikkeling van Altice heeft de Franse telecomregulator aangegeven niet per definitie tegen verdere consolidatie te zijn. In mei gaf de regulator aan dat vier "No Magic Number" is. De regulator is niet voor maar ook niet tegen consolidatie. Momenteel zijn er vier spelers actief op de Franse markt, terwijl dit er in de meeste Europese landen slechts drie zijn. Hierdoor kenmerkt de Franse markt zich door prijsconcurrentie, terwijl er grote investeringen in het vaste en mobiele netwerk worden gepleegd. Veel synergievoordelen zijn te behalen bij consolidatie. Speculatie over verdere M&A speelde dan ook op gedurende de eerste helft in 2018. Zeker nu Altice de Amerikaanse activiteiten heeft afgestoten, lijkt een deal makkelijker te realiseren.

## **Fugro**

In het eerste helft van 2018 is een positie in het aandeel Fugro gekocht. Fugro is wereldwijd actief in de olie & gasmarkt, offshore wind, mijnbouw en de constructiesector. De onderneming kende lastige jaren met name door de daling van de olieprijs en daardoor gereduceerde investeringen in nieuwe olie- en gasontwikkelingen door oliemaatschappijen. Fugro is gespecialiseerd in diepwater offshore olie- en gasontwikkelingen, een gebied wat extra hard is geraakt door deze bezuinigingen. De omzet van Fugro bedroeg nog €2,6 miljard in 2014. De omzet is echter gedaald naar €1,5 miljard in 2017 door een combinatie van prijs- en volumedalingen. Fugro kent een relatief hoge vaste kostenkarakter door de vele onderzoeksschepen in bezit en vast personeel. De EBITDA-marge is gedaald in deze periode van circa 19% naar 6,7%. De koers van het aandeel

is gezakt van een piek van €48 in 2014 naar €10,20 eind maart 2018 en toonde geen tekenen van herstel.

Echter, vooruitzichten lijken nu langzaam te verbeteren. De olieprijs herstelt al enige tijd en is in mei zelfs even boven de \$80 per vat (Brent) gekomen. Het is de verwachting dat budgetten voor olie- en gasinvesteringen in 2018 stabiliseren en met 7% groeien in 2019. De omzet van Fugro is in het eerste halfjaar met 16,6% gestegen (+30% in het 2<sup>e</sup> kwartaal), de orderportefeuille met 3,1%. Dit is de eerste stijging sinds 3 jaar van negatieve omzetgroei. De kostenmaatregelen sorteren effect waardoor de EBIT-marge is gestegen van -3,3% naar +0,5%. De omzet en winstgevendheid zullen naar verwachting verder herstellen volgens het management. Het management was duidelijk meer zelfverzekerd over het herstel van de markt. Volumes trekken aan en hier en daar kunnen zelfs al prijsstijgingen worden doorgevoerd.

Een hogere omzet zal zorgdragen voor een betere dekking van de vaste kosten. Daarnaast komen er nog €50 miljoen kostenmaatregelen door in 2018. Deze operationele leverage zal een verder positief effect hebben op de winstmarges. Qua koersontwikkeling is Fugro achtergebleven. De koers daalde nog met 4,3% in het eerste halfjaar van 2018. Beleggers zijn nog terughoudend vanwege de relatief hoge schuldpositie, met een verhouding netto schuld/ebitda van 2,5x en een relatief grote herfinancieringsbehoefte in 2020. Management heeft aangegeven deze te willen verlagen uit de operationele cashflow van het bedrijf. De huidige koers weerspiegelt wellicht angst op een mogelijke aandelenemissie. Bij een verder herstel van de winstgevendheid en cashflow in de tweede helft van het jaar biedt de koers aantrekkelijk potentieel op koersherstel. De waardering is laag ten opzichte van het historische gemiddelde en ten opzichte van sectorgenoten met EV/EBITDA van 7x 2019.

## **ALFEN**

Het Fonds heeft geparticipeerd in de IPO van Alfen. Deze onderneming speelt in op de energietransitie naar groene elektriciteit en de bijbehorende noodzakelijke investeringen in het distributienetwerk voor elektriciteit. Door lokaal energie op te wekken via zonnepanelen en wind ontstaat er een toenemende behoefte om het energienetwerk aan te passen, op te slaan, te automatiseren en te monitoren. De energietransitie naar schonere energiebronnen behoeft een grote aanpassing en slimmere aansturing van het elektriciteitsnetwerk, ten opzichte van het traditioneel centraal georiënteerde productie- en distributiemodel. De onderneming heeft 4 hoofdactiviteiten: middenstroom transformatorhuisjes, energieopslag, laadpalen voor auto's en geïntegreerde smart grid oplossingen waarbij alle kennis wordt gecombineerd.

De politieke focus in Europa op de noodzakelijke energietransitie zal in de komende jaren veel investeringen in het elektriciteitsnet vergen. De markt staat nu aan de vooravond van een meerjarig uitrolprogramma voor elektrische oplaadpunten van auto's. Marktpartijen voorspellen 10 miljoen elektrische auto's in 2026, een groei van 26% per jaar. De verwachting bestaat dat het aantal publieke aansluitpunten zal stijgen van 100.000 in Europa naar 1 miljoen in 2022, een volumegroei van 40% per jaar. Alfen kan daarvan profiteren. De onderneming is al 80 jaar actief op het gebied van middenstroom transformatorhuisjes en al 10 jaar actief op het gebied van elektrische laadpalen. Nederland is in dit kader een voorloper in Europa met 6,5% penetratie van hybride en elektrische auto's. Alfen is marktleider in Nederland met 30% marktaandeel en heeft de ambitie om deze positie in Europa verder uit te bouwen.

De laatste jaren heeft de onderneming de activiteiten ook uitgebreid naar opslag van energie, geïntegreerde oplossingen voor slimme lokale energienetwerken, opslag, automatisering en monitoring. De onderneming levert deze opslagsystemen met Li-ion batterijen van LG, Samsung of BMW en integreert deze in standaard containers met zelf ontwikkelde software en besturing. De onderneming verwacht met deze activiteiten met 34% per jaar te kunnen groeien.

Begin juli maakte de onderneming bekend een overname te doen van Elkamo. Dit is een ontwikkelaar en producent van elektriciteitsdistributiesystemen in Finland. De overname is een belangrijke stap in de internationale groeiambities van Alfen en biedt een platform voor de cross-selling van Alfen's laadsystemen voor elektrische auto's en energieopslagsystemen. Scandinavië is een aantrekkelijke groeiemarkt, met het hoogste percentage elektrische auto's in de wereld en veel mogelijkheden op het gebied van energieopslag.

Het management verwacht in de komende jaren de omzet met 25% te kunnen groeien en EBITDA met 40%. De omzetgroei in 2018 is al bijna geheel in de orderportefeuille gereflecteerd. Deze groei kan geheel door intern gegenereerde middelen worden gefinancierd.

## Sif Group

Sif produceert offshore funderingen voor windturbines en olie- en gasplatformen. Afgelopen jaar heeft de onderneming een nieuwe faciliteit in gebruik genomen op de Maasvlakte 2 in Rotterdam. Hierdoor is de capaciteit vergroot en kunnen funderingen, zogenaamde monopiles, met een diameter tot 11 meter worden vervaardigd, welke zijn benodigd voor de steeds grotere en krachtigere windturbines. Door de gunstige ligging van de productiehal op de Maasvlakte is de onderneming bij uitstek goed gepositioneerd om te profiteren van de groei in offshore windparken in de komende jaren op de Noordzee en omgeving.

De koers van het aandeel was in 2017 teruggefallen doordat de omzet en winstgevendheid in 2017 daalden ten opzichte van 2016. Enerzijds is dit veroorzaakt door een langzame start van projecten in 2017, anderzijds door de opstart van de nieuwe productiehal, wat gepaard ging met extra kosten en lagere efficiency. Deze fase is nu achter de rug, de nieuwe productie-faciliteit is sinds december 2017 volledig in gebruik, waarbij de huidige productiecapaciteit van monopiles 25% hoger is dan aanvankelijk ingeschat. Ook 2018 zal een tussenjaar worden qua bezetting van projecten. Echter, tijdens de publicatie van de jaarcijfers over 2017 in maart bleek dat de onderneming een groot contract ter uitvoering in 2019 al in de tweede helft van 2018 kan produceren. Hierdoor verhoogden analisten de taxaties voor 2018 aanzienlijk.

Gedurende de periode 2019-2023 zullen veel windparken op de Noordzee in aanbouw komen. Vele tenders zijn door diverse overheden al gegund, waarbij marktpartijen verplichte deadlines hebben om de windmolenparken op te starten. De marktconsultant MAKE voorspelt dat de offshore windmarkt zal groeien van 3 GW per jaar naar 5 GW in 2022. Dit betekent een drukke periode voor Sif vanaf 2019, waarbij de omzet en resultaat flink zullen toenemen. Analisten schatten de EBITDA voor 2018 in op €26-28 miljoen, wat zal oplopen naar €75-90 miljoen in 2019 en de jaren erna. Dit resulteert in een winst per aandeel van €0,30 in 2018 en €2,10-2,20 in 2019 en verder (PE van 8,6x-8,2x).

Ook de jaren na 2023 lijkt nu een drukke periode te worden. In maart 2018 heeft de Nederlandse regering een brief aan de kamer gestuurd "Kamerbrief routekaart windenergie op zee 2030". Dit vormt een basis voor het energiebeleid voor de langere termijn, waar wind op zee in de periode 2024 – 2030 zal toenemen met 7GW tot 11,5 GW (1 GW per jaar). De discussie rondom het Groningse gas lijkt deze keuze nu te versnellen. Ook in andere landen zoals Duitsland, Denemarken, België, Frankrijk en de UK speelt eenzelfde politieke discussie. De vraag naar funderingen voor windturbines zal vanaf 2020 de capaciteit van producenten naar verwachting overstijgen, gunstig voor prijsvorming en bezettingsgraad.

Sif heeft een sterke balans met slechts €25 miljoen netto schuld eind 2017, terwijl de grote investeringen al achter de rug zijn. De onderneming zal circa €50 miljoen vrije kas per jaar genereren in de komende drukke jaren. Dit vertaalt zich in een rendement op vrije kas van meer dan 12% per jaar. De goede vooruitzichten lijken nog niet te zijn vertaald in een hogere koers van het aandeel. Er is een positie gekocht rond de koers van €15,20, ten opzichte van €18,11 eind juni 2018.

## Genmab

De koers van Genmab steeg met 5,3% in de eerste zes maanden van 2018. In de laatste zes maanden van 2017 viel de koers terug aangezien beleggers zich terughoudend opstelden vanwege de vrees voor een tegenvallende omzettafval voor Darzalex in 2018. Echter, de onderneming publiceerde in februari bemoedigende resultaten over 2017, de omzet was 3% beter dan verwacht en EBIT 9% beter. Belangrijker was het vooruitzicht van Darzalex in 2018; de onderneming gaf een omzettafval van \$2,0-2,3 miljard (van \$1,24 miljard in 2017), in lijn met taxaties van analisten. Door deze geruststellende prognose herstelde de koers weer.

De investeringscase van Genmab omvat drie elementen. Ten eerste, Darzalex (een CD38 antistof welke samen met Johnson & Johnson wordt ontwikkeld, waarbij Genmab 20% royalty krijgt) zal naar verwachting een hoeksteen gaan vormen voor de behandeling van multiple myeloma. Analisten verwachten \$8-10 miljard piekomszet in deze indicatie na 2020. De huidige uitrol zal zich verder uitbreiden van de thans goedgekeurde indicaties voor tweede-, derde- en vierdelijns patiënten naar eerstelijns patiënten (50% van de markt). Ook geografisch zal J&J Darzalex verder uitrollen naar Europa en Japan. De onderhoudsmarkt zal aanzienlijk kunnen groeien gezien de groei van de patiëntenpopulatie (patiënten overleven langer op Darzalex). Daarnaast zal Darzalex in subcutane formules op de markt komen in 2020. Ten tweede, naast de markt voor multiple myeloma bestaan er aanwijzingen dat Darzalex ook in combi met andere medicijnen goed zal werken in solide tumoren en in reuma. Deze markten zijn 1 à 2x zo groot als de multiple myeloma markt (additionele sales potentie >\$10 miljard per jaar). J&J en Genmab hebben verschillende klinische onderzoeken op dit gebied lopen. De verwachting bestaat dat J&J-resultaten van Darzalex in solide tumoren kan publiceren, alhoewel de recente stopzetten van een trial met Roche's tecentriq in longkankerpatiënten voor vertraging heeft gezorgd. Analisten echter houden nu geen rekening met succes van Darzalex in solide tumoren of in reuma.

Ten derde heeft Genmab een aanzienlijke pijplijn van nieuwe antistoffen in ontwikkeling (gedeeltelijk dan wel geheel in eigen-  
dom). Analisten nemen weinig waarde mee van deze pijplijn in de waardering van Genmab.

Het risicoprofiel van Genmab is gunstig. Darzalex zal royalty's opleveren van \$1,5 - \$2 miljard per jaar (alleen uit multiple  
myeloma), waaruit Genmab een operationele cashflow zal genereren van meer dan \$1 miljard per jaar. Daarnaast heeft Genmab  
een kaspositie van bijna \$900 miljoen op een marktkapitalisatie van circa \$12 miljard. Genmab ontwikkelt zich van biotech naar  
zeer winstgevend en cashflow positief farmabedrijf. De upside komt vanuit de kansen in solide tumoren. Indien succesvol kan  
de potentiële piek omzet van Darzalex met een factor 2 omhoog. Daarnaast biedt de brede pijplijn aan nieuwe antistoffen een  
veelheid aan mogelijkheden om waarde te creëren. De komende maanden zal naar verwachting het mogelijke opwaartse  
potentieel voor de financiële markt meer duidelijk worden.

## Galapagos

De koers van het aandeel was onveranderd in de eerste zes maanden, ondanks de daling van 8% aan het begin van 2018.  
Fundamenteel lijken de vooruitzichten zeer gunstig. De onderneming zal in de komende jaren veel studieresultaten publiceren.  
Elk kwartaal zal een belangrijke read-out volgen, startende vanaf het tweede kwartaal van 2018. Galapagos heeft vijf kandidaat-  
medicijnprogramma's in de kliniek, vijf kanshebbers voor nieuwe medicijnen die elk afzonderlijk miljarden omzetspotentie  
hebben. Eén succesvolle marktintroductie kan al een significant positief effect op de huidige waardering hebben.

Galapagos' meest vergevorderde medicijn is filgotinib met als belangrijkste indicaties reuma, ziekte van Crohn en ulceratieve  
colitis. Galapagos heeft een deal met Gilead en zal maximaal 30% royalty's ontvangen van de wereldwijde verkopen en in de  
grootste Europese landen zal Galapagos filgotinib zelf verkopen en daarmee 50% van de opbrengst mogen boeken. Dit  
kandidaatmedicijn is een potentiële blockbuster met miljarden omzetspotentie per jaar. De verwachting bestaat dat Galapagos  
aan het einde van het derde kwartaal dit jaar belangrijke studieresultaten zal publiceren over de werking van filgotinib in reuma.  
Het belangrijkste voordeel van dit kandidaatmedicijn ten opzichte van concurrerende (kandidaat)medicijnen zal naar  
verwachting in reuma vooral het veiligheidsprofiel zijn, wat een belangrijk voordeel is in deze chronische ziekte.

De onderneming bevestigde dit eind mei door de publicatie van uitstekende fase 2 studieresultaten van het kandidaat medicijn  
filgotinib in artritis psoriatica. Het primaire eindpunt van de studie is bereikt met een statistisch significante verbetering van de  
tekenen en symptomen van artritis psoriatica. De resultaten zijn aanzienlijk beter dan wat concurrent medicijnen zoals  
tofacitinib van Pfizer in klinische studies tot nu toe hebben laten zien. Hiermee kan filgotinib zich niet alleen op basis van een  
beter veiligheidsprofiel profileren, maar ook op basis van hogere effectiviteit in deze indicatie. Er is volgens industrie-experts  
een grote overlap tussen artritis psoriatica en reuma, waardoor deze sterke data vertrouwen geven dat ook de reuma trial later  
dit jaar goede resultaten zal laten zien.

In de tweede helft van 2017 publiceerde Galapagos klinische resultaten van GLPG1690, een kandidaatmedicijn gericht op  
idiopathic pulmonary disease (IPF), waarbij het ziektebeeld gedurende een 12 weekse periode tot staan werd gebracht in 24  
patiënten. De onderneming is 100% eigenaar van dit kandidaatmedicijn. In april maakte de onderneming bekend een wereld-  
wijde fase 3 studie te starten, waarbij de onderneming hierbij een fase 2 studie overslaat en op basis van deze studie  
mogelijkerwijs kan registreren. Dit is een grote stap voorwaarts. Er zijn wereldwijd circa 200.000 patiënten. Medicijnen welke  
thans voor deze indicatie worden gebruikt, kosten circa \$100.000 per patiënt per jaar.

Naast deze twee ontwikkelingen, heeft Galapagos klinische programma's voor cystic fibrosis samen met Abbvie (12-20%  
royalty), voor atopie dermatitis samen met Morphosys en osteoarthritis met Servier, welke allen nog in een wat vroeger  
stadium bevinden. In juni kondigde Galapagos tezamen met Servier de start aan van een wereldwijde fase 2 studie voor  
patiënten met artrose in de knie. Galapagos verkrijgt hiervoor een mijlbetaling van €9 miljoen van Servier. Artrose is een  
grote markt, Galapagos heeft een strategische alliantie met Servier en bezit zelf volledig de rechten van dit kandidaat-medicijn  
voor de US-markt. Eind juni maakte Galapagos de eerste resultaten bekend van één van de meerdere kandidaat-medicijnen  
van Galapagos voor cystic fibrosis (CF). Het kandidaat-medicijn laat een goede verdraagzaamheid zien en effectiviteit. Echter,  
de effectiviteit was lager dan aanvankelijk was gehoopt. Tevens maakte Galapagos bekend dat de samenwerking met Abbvie  
onbevredigend verloopt. Partijen zijn thans in onderhandeling om hiervoor een oplossing te vinden, waarbij het waarschijnlijk  
is dat slechts 1 van de partijen de studies in CF zal vervolgen. De koers reageerde aanvankelijk negatief, maar herstelde  
gedurende de dag. CF is een programma dat voor Galapagos qua belangrijkheid is voorbijgestreefd door Filgotinib, IPF,  
Artrose en Atopic Dermatitis.

Galapagos maakte bekend dat zij een wereldwijde exclusieve overeenkomst is aangegaan met Novartis voor de ontwikkeling en commercialisering van het samen met MorphoSys ontwikkelde programma MOR106. Naast de financiering van het huidige en toekomstige programma door Novartis, ontvangen MorphoSys en Galapagos gezamenlijk een licentiebetaling van \$111 miljoen. Verder kunnen Galapagos en Morphosys, indien bepaalde ontwikkelings-, registratie, commerciële en verkoop-gebaseerde mijlpalen worden behaald, betalingen ontvangen tot \$1 miljard van Novartis. Daarnaast ontvangen Galapagos en MorphoSys trapsgewijs oplopende royalty's (van de lage tien tot lage twintig procent) over de verkoop. Galapagos en MorphoSys verdelen alle betalingen op 50/50 basis. Ze gaan samenwerken met Novartis om het bestaande ontwikkelingsplan voor MOR106 in eczeem aanzienlijk te verbreden. Novartis zal de exclusieve rechten verkrijgen voor het op de markt brengen van alle producten die voortkomen uit de overeenkomst. Novartis zal ook het potentieel van MOR106 onderzoeken in andere indicaties dan eczeem. Een van de indicaties zou psoriasis kunnen zijn. De deal is lucratiever en komt eerder dan verwacht voor Galapagos. Het bevestigt de uitstekende onderzoeks- en ontwikkelingscapaciteiten. De binnengekomen gelden kunnen worden ingezet op een van de andere aandachtsgebieden van Galapagos.

### **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 in de eerste helft van 2018 ongewijzigd ten opzichte van eind december 2017). De afwikkeling van de turbo positie zal plaatsvinden direct na de uitspraak van de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof van Amsterdam 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 geldt als uitgangspunt het destijds voor handen zijnde, onsuccesvol gebleken publiek private alternatieve reddingsscenario van SNS Reaal. 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 staartrisiko van deze portefeuille door de staat moeten 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 30 juni 2018 een positieve impact van circa 0,5% 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 1,4% op de NAV van het Fonds per 30 juni 2018 hebben gehad.

Thans loopt er een procedure over de waarde van de aandelen en obligaties van SNS Reaal op het moment van nationalisatie in 2013. Volgens de minister van Financiën was de waarde van de aandelen 0. Een commissie van deskundigen heeft zich gebogen over deze vraag. De uitslag van het deskundigenrapport welke in februari 2018 bekend werd, is gunstig voor het European Opportunities Fund en geeft een restwaarde voor de aandelen variërend van 2 cent tot 0 cent per aandeel. Het wachten is nu op de hoorzitting in november 2018 en een beslissing van de OK naar verwachting in 2019.

### **Beloningsbeleid**

Het beloningsbeleid van de Beheerder is opgesteld aan de hand van ESMA Richtsnoer voor een goed beloningsbeleid in het kader van de AIFMD (0.07.2013 ESMA/2013/232). De Directie meent dat aan het personeelsbestand de hoogste eisen gelden qua kwaliteit en integriteit. Het beloningsbeleid heeft vorm gekregen tegen deze achtergrond.

De Beheerder had gedurende de eerste zes maanden van 2018 twee directieleden en een medewerker. De Beheerder verzorgt het beleggingsbeleid en risicomanagement van het European Opportunities Fund. De administratie van het European Opportunities Fund is uitbesteed aan CACEIS Bank Netherlands Branch. De Beheerder beschikt over procedures ter vaststelling van het beloningsbeleid. Het beloningsbeleid wordt vastgesteld door de directie van de Beheerder. Het uitgangspunt van het beloningsbeleid is dat de beloning van medewerkers ertoe moet leiden dat: zij zorgvuldig omgaan met de belangen van (potentiële) participanten en de financiële soliditeit van de Beheerder goed is. De beloningscultuur ondersteunt een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid dat in lijn is met de strategie, risicobereidheid, doelstellingen en waarden van het European Opportunities Fund en creëert binding tussen de persoon en de organisatie.

Het beloningsbeleid van de Beheerder ziet er als volgt uit:

### **Vaste beloning**

De directieleden zijn tevens de enige aandeelhouders van de Beheerder. Zij ontvangen een vast salaris. De totale loonkosten van de Beheerder in de eerste zes maanden van 2018 bedroegen € 136.731 voor twee personen. Daarnaast gelden de volgende secundaire arbeidsvoorwaarden: auto van de zaak, een mobiele telefoon van de zaak en een onkostenvergoeding. De directieleden ontvangen allebei hetzelfde bruto jaarsalaris. Er is daarbij geen sprake van pensioenopbouw door de werkgever.

### **Discretionaire variabele beloning**

De directieleden hebben geen recht op een variabele beloning, daarover worden geen afspraken gemaakt. Wanneer de resultaten van het European Opportunities Fund daar aanleiding toe geven kan de Beheerder (zonder daartoe verplicht te zijn) besluiten om beide directieleden een eenmalige bonus toe te kennen. De hoogte van deze eventuele variabele beloning is afhankelijk van het beleggingsresultaat van het European Opportunities Fund. In dat geval zal het volgende gelden:

- de financiële positie van de Beheerder staat toekenning en uitbetaling toe;
- er wordt geen toepassing gegeven aan Richtsnoeren ESMA 132 t/m 147 (verplichte uitkering van een deel van de bonus in financiële instrumenten, verplichting om als bonus uitgekeerde financiële instrumenten gedurende een bepaalde periode aan te houden, in de tijd gespreide uitkering van een toegekende bonus, terugvorderingsregeling ingeval later blijkt dat prestaties medewerker toekenning bonus niet rechtvaardigen).

Over het resultaat in de eerste helft van 2018 is geen bonus aan de directie uitgekeerd.

### **Risico's beloningsstructuur en beloningscomponenten**

Het beloningsbeleid is in overeenstemming met en draagt bij aan een degelijke en doeltreffende risicobeheersing en moedigt niet aan tot het nemen van meer risico's dan passend binnen het beleggingsbeleid en het prospectus van het European Opportunities Fund. Het beloningsbeleid strookt met de beleggingsstrategie, de doelstellingen, de waarden en de belangen van de Beheerder en het European Opportunities Fund en behelst ook maatregelen die belangenconflicten moeten vermijden.

De belangrijkste risico's verbonden met de manier van belonen van medewerkers van een beleggingsinstelling en de maatregelen van de Beheerder om die risico's te beheersen zijn onder meer: het onjuist/onvoldoende voorlichten van potentiële participanten om ze te verleiden toe te treden tot het European Opportunities Fund om op die manier de kans op een bonus te vergroten. De beheersingsmaatregelen om dit te voorkomen is een heldere Prospectus met uitvoerige beschrijving van de risico's, heldere regels over wijze van voorlichting en het ter beschikking stellen van documentatie en geen bonussen voor het aanbrengen van nieuwe participanten.

Daarnaast kan als risico worden genoemd: het nemen van onverantwoorde risico's bij uitvoering beleggingsbeleid teneinde de kans op een bonus te vergroten. De beheersingsmaatregelen om dit te voorkomen zijn een helder beleggingsbeleid met exact geformuleerde beleggingsbeperkingen, bewaking door de risk manager en de Bewaarder van het Fonds, geen vaste aanspraak op een bonus, dit is een discretionaire bevoegdheid van de directie van de Beheerder als bonus wordt toegekend: uitkering onder voorwaarden. Daarnaast hebben beide directieleden een substantieel deel van hun vermogen geïnvesteerd in het European Opportunities Fund, waardoor de belangen van de Beheerder en de overige participanten, namelijk een aantrekkelijk positief rendement, zijn gelijkgesteld. De medewerker risk en compliance heeft geen belang in het European Opportunities Fund.

### **Risicomanagement**

Het risicomanagementsysteem van de Beheerder vormt een belangrijk onderdeel van het beheren van het European Opportunities Fund. Risicomanagement is een onlosmakelijk en continue onderdeel van het dagelijkse beheersproces en vormt een vast bespreekpunt van de Directie. Beide directieleden en de medewerker risk en compliance dragen bij aan het identificeren van risico's en de bijbehorende beheersingsmaatregelen. Dit vormt als zodanig een belangrijk en vast onderdeel van de cultuur van de Beheerder.

De Beheerder van het European Opportunities Fund heeft een passend risicobeheersysteem geïmplementeerd om de voor het European Opportunities Fund relevant geachte risico's op afdoende wijze te herkennen, te meten (indien mogelijk), te beheersen en te bewaken. De Beheerder splitst de risico's naar soort voor de Beheerder en voor het European Opportunities Fund. Daarbij zijn de beschreven risico's in volgorde van belangrijkheid gekwalificeerd (kans dat risico zich voordoet maal de impact op het European Opportunities Fund of Beheerder).

De Beheerder voldoet aan haar verplichting door middel van: vastgesteld risicobeheerdocument, ingestelde permanente risicobeheerfunctie, risicobeheerprocedures, rapportage en evaluatie.

In het risicobeheerdocument zijn onder andere beschreven de belangrijkste risico's die zich voor zouden kunnen doen ten aanzien van het European Opportunities Fund of de Beheerder. Tevens zijn maatregelen beschreven die zijn getroffen om de kans op de verwezenlijking van die risico's zo goed mogelijk te beperken dan wel zo goed mogelijk te beheersen. Daarnaast is er een permanente risicobeheersfunctie ingesteld door een directielid.

Hieronder zijn de vijf belangrijkste risico's per soort gecategoriseerd, beheersingsinstrumenten aangegeven alsmede de risicobereidheid aangegeven. De bereidheid van de Beheerder om risico's te nemen ten aanzien van compliance, aansprakelijkheid en reputatie is zeer laag. De Beheerder is bereid meer risico te aanvaarden (in aflopende volgorde) voor het European Opportunities Fund ten aanzien van concentratierisico, markt en hefboom, indien daar goede rendementsperspectieven tegenover staan.

Tijdens de start van 2018 heeft het European Opportunities Fund de netto long positie verder verhoogd (gemiddeld 96% in de eerste zes maanden van 2018, gemiddeld 68% sinds de start van het European Opportunities Fund), waardoor het macro-risico een hoger risicoprofiel kende. Hierdoor kon het European Opportunities Fund in meerdere mate profiteren van de positieve koersontwikkeling op aandelenmarkten.

Tabel risicogebied, beheersingsmaatregel en risico acceptatie

Risico	Beheersmaatregel	Risk appetite					Impact	
		Laag	1	2	3	4		Hoog
Beheerder	Compliance risico - risico dat wettelijke of interne regels niet worden nageleefd		●					hoog
	Aansprakelijkheidsrisico		●					hoog
	Reputatierisico - risico dat imago van beheerder / Fonds verslechtert als gevolg van integriteitsincidenten bij beheerder of serviceproviders		●					hoog
	Operationeel risico - risico op verliezen als gevolg van falende interne procedures en systemen		←	●				midden
	Continuïteitsrisico - risico dat voor uitvoering beleggingsbeleid belangrijk persoon vertrekt of wegvalt				●			hoog
European Opportunities Fund	Macro economisch risico - risico dat EOF daalt vanwege neergang financiële markten, conjunctuurschommelingen, e.a.				●			midden
	Concentratierisico - portfolio met slechts beperkt aantal beleggingen kan leiden tot sterkere schommelingen in de waarde van het EOF					●		hoog
	Derivaten risico - kan gebruikt worden ter beperking van risico of vergroten van rendement		●					midden
	Hefboomrisico - gebruik van financiële leverage ter versterking van het rendement				●			laag
	Liquiditeitsrisico		←	●				midden



## **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 juridisch eigenaar 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 het zogenaamde document Algemene Organisatie / Interne Beleidsvoering ("AO/IB"). Deze AO/IB voldoet aan de eisen van de Wft en het Besluit gedrags-toezicht financiële ondernemingen Wft ("Bgfo"). 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. De Beheerder heeft in 2017 verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld en voerde, tezamen met externe adviseurs, een uitvoerige evaluatie uit naar de AO/IB. Dit proces is begin juli 2017 afgerond. Aanbevelingen zijn opgenomen in de AO/IB en waar mogelijk zijn interne processen verder aangescherpt. Ook gedurende 2018 zijn er verschillende directievergaderingen geweest, waarbij de

bedrijfsvoering een continue punt van aandacht is, eventuele verdere verbeteringen worden besproken en ingevoerd.

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.

## **Vooruitzichten**

De vooruitzichten voor economische groei in Europa wijzen op een groei van 2,1% in 2018 en 1,9% in 2019. Vertrouwens-indicatoren laten een gunstig beeld zien. De monetaire stimulering door de ECB en de lage rente dragen positief bij aan het vertrouwen en investeringsklimaat. De werkgelegenheid verbetert, waardoor consumentenuitgaven kunnen toenemen. Ook de export trekt in Europa aan. Dit vormt een basis van economische groei waardoor ook investeringen van het bedrijfsleven toenemen. Echter, de verwachting is dat de groei in 2019 en 2020 zal afvlakken. Monetaire autoriteiten zullen het beleid in de komende periode verder wijzigen naar een restrictiever monetair beleid. In de US is dit al enige tijd aan de gang. Het einde van het tijdperk van hele goedkope dollars begint door te sijpelen in emerging markets, die hierdoor onder druk komen. Ook de ECB zal het beleid in 2019 veranderen. De consequenties voor aandelenmarkten zijn onzeker. Daarnaast brengt de nieuwe handelspolitiek van president Trump die harde standpunten inneemt onzekerheid en volatiliteit op financiële markten met zich mee.

De beheerder ziet kansen in de huidige aandelenmarkt. De portefeuille bestaat uit aandelen met een aantrekkelijk opwaarts potentieel, waarbij winstherstel op basis van economische groei een belangrijke drijfveer vormt. Ook bestaan er kansen op inkoop van aandelen en/of overnames. De performance van het European Opportunities Fund is gegeven de specifieke posities afhankelijk van de ontwikkelingen van deze individuele bedrijven.

Amsterdam, 30 augustus 2018

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

Financieel Verslag

European Opportunities Fund

# Balans

(voor resultaatbestemming)

	Toelichting	30-06-2018 EUR	31-12-2017 EUR
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	(4.1)	<u>19.213.194</u>	<u>18.522.547</u>
		<b>19.213.194</b>	18.522.547
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties	(5.1)	-	-
Overige vorderingen en overlopende activa	(5.2)	<u>384.005</u>	<u>364.399</u>
		<b>384.005</b>	364.399
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	(6.1)	<b>6.363.553</b>	6.519.322
<b>Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar)</b>			
Schulden aan kredietinstellingen	(7.1)	<b>6.156.893</b>	4.117.274
Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties	(7.2)	-	-
Nog te betalen dividend(en) uit hoofde van short positie(s)	(7.3)	-	-
Overige schulden en overlopende passiva	(7.4)	<u>109.160</u>	<u>238.427</u>
		<b>6.266.053</b>	4.355.701
<b>Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden</b>		<u><b>481.505</b></u>	<u>2.528.020</u>
<b>Uitkomst van activa min kortlopende schulden</b>		<u><b>19.694.699</b></u>	<u>21.050.567</u>
<b>Beleggingen (Shortposities)</b>			
Aandelen	(8.1)	<b>3.346.889</b>	4.617.199
<b>Eigen vermogen</b>			
Participatiekapitaal	(9.1)	<b>8.665.762</b>	8.826.087
Algemene reserve	(9.2)	<b>7.607.281</b>	7.082.701
Onverdeeld resultaat	(9.3)	<u><b>74.767</b></u>	<u>524.580</u>
		<u><b>16.347.810</b></u>	<u>16.433.368</u>
<b>Netto Vermogenswaarde per participatie</b>		<u><b>177,26</b></u>	<u>176,48</u>

## Winst- en verliesrekening

		<b>01-01-2018</b>	01-01-2017
		<b>30-06-2018</b>	30-06-2017
	<b>Toelichting</b>	<b>EUR</b>	EUR
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>			
Dividend	(10.1)	<b>129.616</b>	93.435
Interestbaten obligatie	(10.2)	-	-
Interestbaten rekening courant	(10.3)	-	-
		<hr/> <b>129.616</b>	<hr/> 93.435
<b>Koersresultaten</b>			
Gerealiseerde winst op beleggingen long		<b>1.948.215</b>	550.490
Gerealiseerd verlies op beleggingen long		<b>-103.322</b>	-169.154
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen long		<b>1.982.539</b>	2.188.494
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen long		<b>-3.452.285</b>	-856.317
Gerealiseerde winst op beleggingen short		<b>81.057</b>	68.644
Gerealiseerd verlies op beleggingen short		<b>-444.049</b>	-44.165
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen short		<b>551.284</b>	-
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen short		<b>-120.630</b>	-264.046
Valutareresultaten op overige vorderingen en schulden		<b>1.671</b>	-6.514
		<hr/> <b>444.480</b>	<hr/> 1.467.432
<b>Totale baten</b>		<hr/> <b>574.096</b>	<hr/> 1.560.867
<b>Kosten</b>			
Dividendlasten door short posities	(11.1)	<b>163.342</b>	118.397
Kosten van beheer van beleggingen	(11.2)	<b>189.466</b>	409.603
Kosten van de bewaarder	(11.3)	<b>8.449</b>	8.242
Interestkosten rekening courant	(11.4)	<b>96.877</b>	24.443
Overige kosten	(11.5)	<b>41.195</b>	56.163
		<hr/> <b>499.329</b>	<hr/> 616.848
<b>Totale lasten</b>		<hr/> <b>499.329</b>	<hr/> 616.848
<b>Beleggingsresultaat</b>		<hr/> <b>74.767</b>	<hr/> 944.019

## Kasstroomoverzicht

	01-01-2018 30-06-2018 EUR	01-01-2017 30-06-2017 EUR
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Opbrengsten uit beleggingen	74.767	944.019
Koersresultaat	<u>-444.480</u>	<u>-1.467.432</u>
Direct beleggingsresultaat	-369.713	-523.413
Aankopen	-11.942.241	-11.912.250
Verkopen	<u>10.424.093</u>	<u>10.762.103</u>
	-1.518.148	-1.150.147
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden	<u>1.671</u>	<u>-6.514</u>
	1.671	-6.514
Mutatie kortlopende vorderingen	-19.606	-9.652
Mutatie kortlopende schulden	<u>-129.267</u>	<u>-37.685</u>
	<u>-148.873</u>	<u>-47.337</u>
<i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i>	-2.035.063	-1.727.411
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen bij geplaatste participaties	-	-
Betaald bij inkoop participaties	<u>-160.325</u>	<u>-804.660</u>
<i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i>	-160.325	-804.660
<b>Netto mutatie geldmiddelen</b>	-2.195.388	-2.532.071
Geldmiddelen 1 januari	<u>2.402.048</u>	<u>3.214.939</u>
<b>Netto geldmiddelen 30 juni</b>	<u>206.660</u>	<u>682.868</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 voorsnog 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. Voorsnog is de ingehouden bronbelasting als vordering opgenomen.

## Toelichting op de balans

	30-06-2018	31-12-2017
	EUR	EUR
<b>Beleggingen (4)</b>		
<i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i>		
Stand begin boekjaar	18.522.547	14.563.349
Aankopen	9.923.772	18.168.443
Verkopen	-9.608.272	-16.335.145
Gerealiseerde winst	1.948.215	2.000.407
Gerealiseerd verlies	-103.322	-333.771
Ongerealiseerde winst	1.982.539	2.381.432
Ongerealiseerd verlies	-3.452.285	-1.922.168
	<hr/>	<hr/>
Stand 30 juni	19.213.194	18.522.547
	<hr/>	<hr/>
Historische kostprijs	20.566.897	18.406.504
<b>Vorderingen (5)</b>		
<i>Vorderingen uit hoofde van effectentransacties (5.1)</i>		
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.		
<i>Overige vorderingen en overlopende activa (5.2)</i>		
Te vorderen dividend- en bronbelasting	364.007	346.248
Overige vorderingen	14.658	14.658
Vooruitbetaalde kosten	5.340	3.493
	<hr/>	<hr/>
	384.005	364.399
	<hr/>	<hr/>

### Overige activa (6)

#### *Liquide middelen (6.1)*

Dit betreft het positieve saldo op de rekening courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank. Dit saldo ad eur 6.363.553, door de bank geblokkeerd als collateral voor de short posities in zowel aandelen als futures, staat niet ter vrije beschikking van het Fonds.

### Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar) (7)

#### *Schulden aan kredietinstellingen (7.1)*

Dit betreft het negatieve saldo op de rekening courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank.

#### *Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties (7.2)*

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

#### *Nog te betalen dividend(en) uit hoofde van short positie(s) (7.3)*

Hieronder zijn opgenomen de schulden in verband met de per balansdatum nog te betalen dividend(en) uit hoofde van short positie(s).



	30-06-2018	31-12-2017
	EUR	EUR
<i>Overige schulden en overlopende passiva (7.4)</i>		
Nog te betalen vermogensbeheervergoeding	20.428	21.190
Nog te betalen performance fee	53.405	194.042
Nog te betalen bewaarloon	5.157	9.219
Nog te betalen inzake kosten AIFMD rapportage	1.685	340
Nog te betalen kosten participantenadministratie	1.925	1.275
Nog te betalen administratiekosten	7.500	5.000
Nog te betalen publiciteitskosten	2.100	-
Nog te betalen accountantskosten	13.421	6.726
Nog te betalen toezichtskosten	3.539	-
Nog te betalen advieskosten	-	635
	<u>109.160</u>	<u>238.427</u>
<b>Beleggingen shortposities (8)</b>		
<i>Mutatieoverzicht aandelen shortposities (8.1)</i>		
Stand begin boekjaar	4.617.199	892.140
Verkopen	815.821	8.758.530
Aankopen	-2.018.469	-5.913.973
Gerealiseerde winst op aandelen	-81.057	-109.783
Gerealiseerd verlies op aandelen	444.049	233.673
Ongerealiseerde winst op aandelen	-551.284	-34
Ongerealiseerd verlies op aandelen	<u>120.630</u>	<u>756.646</u>
Stand 30 juni	<u>3.346.889</u>	<u>4.617.199</u>
Historische kostprijs	2.978.773	3.818.429
<b>Eigen vermogen (9)</b>		
	aantal	
<i>Participatiekapitaal (9.1)</i>		
Stand begin boekjaar	93.116	8.826.087
Geplaatst	-	-
Ingekocht	<u>-893</u>	<u>-938.887</u>
Stand 30 juni	<u>92.223</u>	<u>8.665.762</u>
<i>Algemene reserve (9.2)</i>		
Stand begin boekjaar	7.082.701	6.035.950
Ontrokken aan onverdeeld resultaat	<u>524.580</u>	<u>1.046.751</u>
Stand 30 juni	<u>7.607.281</u>	<u>7.082.701</u>
<i>Onverdeeld resultaat (9.3)</i>		
Stand begin boekjaar	524.580	1.046.751
Toegevoegd aan algemene reserve	-524.580	-1.046.751
Resultaat lopend boekjaar	<u>74.767</u>	<u>524.580</u>
Stand 30 juni	<u>74.767</u>	<u>524.580</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 rekening courant (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.

	01-01-2018	01-01-2017
	30-06-2018	30-06-2017
	EUR	EUR
<i>Kosten van beheer van beleggingen (11.2)</i>		
Performance fee	53.405	268.941
Vermogensbeheervergoeding	124.193	133.035
Overige beheerkosten	11.868	7.627
	<u>189.466</u>	<u>409.603</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.

### *Interestkosten rekening courant (11.4)*

Bij een debetstand op het banksaldo zullen er interestkosten moeten worden vergoed door het Fonds.

	<b>01-01-2018</b>	01-01-2017
	<b>30-06-2018</b>	30-06-2017
	<b>EUR</b>	EUR
<i>Overige kosten (11.5)</i>		
Kosten participantenadministratie	<b>2.875</b>	3.175
Advieskosten	<b>2.051</b>	2.231
Administratiekosten	<b>15.000</b>	15.000
Accountantskosten	<b>6.694</b>	6.694
Bijdrage WTB	<b>12.223</b>	19.438
Publiciteitskosten	<b>1.041</b>	1.150
Overige algemene kosten	<b>1.311</b>	8.475
	<b>41.195</b>	56.163

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 overige kosten wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden.

## Overige toelichting

### Kostenvergelijking

<i>Vaste kosten</i>	<b>Werkelijk</b>	<b>Prospectus</b>	<b>% Afwijking</b>
Performance fee	<b>53.405</b>	53.405	0,00%
Beheervergoeding	<b>124.193</b>	124.193	0,00%
Administratiekosten	<b>15.000</b>	15.000	0,00%
Kosten bewaarder	<b>8.449</b>	8.449	0,00%
	<b>201.047</b>	201.047	0,00%

### 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 2018 bedraagt: 2,43% - geannualiseerd 4,85% (eerste helft boekjaar 2017: 3,46% - geannualiseerd 6,91%).

### 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 2018 bedraagt: 134% - geannualiseerd 268% (eerste helft boekjaar 2017: 128% - geannualiseerd 255%).

### 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 € 45.527.

### Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

#### *Administratievoering*

De administratie is uitbesteed aan CACEIS Bank, Netherlands 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, 30 augustus 2018

De Beheerder

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



J. Vermeerstraat 14  
1071 DR Amsterdam  
The Netherlands  
Tel : +31 20 570 30 56  
[www.go-capital.nl](http://www.go-capital.nl)