

# Halfjaarbericht 2013

## 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	12
Winst- en verliesrekening	13
Kasstroomoverzicht	14
Toelichting	
- algemeen	15
- op de balans	17
- op de winst en verliesrekening	20
- overige	21

# Algemene informatie

## **European Opportunities Fund**

Fiscale Beleggingsinstelling, opgericht in 2009  
Johannes Vermeerstraat 14  
1071 DR Amsterdam  
Telefoon 020-5703052  
Telefax 020-5703047

## **Toeziuchthouder**

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

## **Bewaarder**

Stichting Bewaarder European Opportunities Fund  
De Ruyterkade 6-i  
1013 AA Amsterdam

## **Bankrelatie**

KAS Bank NV  
Spuistraat 172  
1012 VT Amsterdam

## **Administrateur**

CACEIS Netherlands N.V.  
De Ruyterkade 6-i  
1013 AA Amsterdam

## **Fiscaal adviseur**

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP  
Antonio Vivaldistraat 150  
1083 HP Amsterdam

# Ontwikkeling European Opportunities Fund

	30-06-2013	31-12-2012	31-12-2011
<b>Netto vermogenswaarde EUR x 1.000</b>			
Netto vermogenswaarde volgens balans	10.692	11.988	14.212
Aantal uitstaande participaties	96.018	109.810	129.147
Netto vermogenswaarde per participatie EUR	111,35	109,17	110,05
Uitkering per participatie EUR	-	-	-
	01-01-2013	01-01-2012	01-01-2011
	30-06-2013	30-06-2012	30-06-2011
<b>Winst- en verliesrekening EUR x 1.000</b>			
Opbrengsten uit beleggingen	119	60	287
Koersresultaten	235	358	-1.658
Kosten	-159	-208	-256
Totaal beleggingsresultaat	195	210	-1.627
	01-01-2013	01-01-2012	01-01-2011
	30-06-2013	30-06-2012	30-06-2011
<b>Winst- en verliesrekening per participatie EUR</b>			
Aantal uitstaande participaties	96.018	124.474	138.070
Opbrengsten uit beleggingen	1,23	0,49	2,08
Koersresultaten	2,45	2,87	-12,01
Kosten	-1,65	-1,67	-1,85
Totaal beleggingsresultaat	2,03	1,69	-11,78

## 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 een 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 marktomstandigheden. 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 2013 van het European Opportunities Fund aan te bieden. Het afgelopen halfjaar behaalde het Fonds een netto rendement van +2,0%. De gemiddelde netto long positie bedroeg 83%.

Het European Opportunities Fund heeft in de eerste helft van 2013 in lijn gepresteerd met twee van haar “benchmarks”, de aandelenindex in Europa en de Nederlandse aandelenindex. Europese aandelen stegen met 1,9% (Stoxx Europe 600) en de AEX index steeg met 0,5%. Echter het Fonds bleef achter bij het rendement van long / short aandelen fondsen (Tremont long / short aandelen fondsen index) welke steeg met +6,7%.

Albert Jellema (portefeuille manager sinds juli 2005 en partner sinds 2009) heeft per 1 mei 2013 GO Capital verlaten. Zijn taken worden overgenomen door Mike Kranenburg en Corneille Couwenberg. Wij danken Albert voor zijn bijdrage en wensen hem veel succes in zijn verdere carrière.

## Financiële en economische achtergrond

Europese aandelen stegen het afgelopen half jaar met circa 1,9% en Nederlandse aandelen met 0,5%. Gedurende de eerste vijf maanden stegen aandelenbeurzen met circa 7 à 8%. Deze positieve ontwikkeling op de beurzen werd mede bepaald door het beeld dat de Europese schuldencrisis over haar hoogtepunt heen lijkt te zijn. De focus van beleidsmakers in Europa verschoof meer naar stimulering van de economische groei. Ook bepaalde het ruime monetaire beleid van centrale banken in de Verenigde Staten, Japan en Europa het positieve sentiment. Echter in juni corrigeerden aandelenbeurzen met 5 à 6% en leverden daarmee weer een groot deel van de halfjaarwinst in. Deze correctie kwam voort uit angst dat het ruime monetaire beleid in de Verenigde Staten langzaam zou worden verminderd naar aanleiding van uitspraken van de voorzitter van de centrale bank Bernanke na een bijeenkomst van het beleidscomité van de centrale bank.

### Europese schuldencrisis

Het hoogtepunt van de financiële crisis in Europa lijkt gepasseerd en financiële markten normaliseerden zich gedurende het eerste halfjaar verder. Op obligatiemarkten van de eurozone resulteerde dit in convergerende rentestanden tussen de landen. Zo steeg de rente van 10-jarig Duits staatspapier van 1,3% eind december naar 1,7% eind juni terwijl de rente op staatspapier van Spanje licht daalde naar 4,8% en de Italiaanse rente vrijwel stabiel was met 4,5%. Het verschil nam per saldo af met respectievelijk 91 en 36 basispunten.

Ook in de financiële sector trad een verdere ontspanning op. Het Basel comité besloot de liquiditeitseisen in de Basel III-voorschriften voor Europese banken te versoepelen. Tevens bleek dat banken meer terugbetalen op de LTRO regeling van de ECB (Long-term refinancing operations) dan de verwachting was. Dit LTRO programma is ruim een jaar geleden geïnitieerd door de ECB en verschaft banken de mogelijkheid om onbeperkt tegen een laag tarief geld te lenen.

In maart wakkerde Cyprus de onrust in de eurozone nog even flink aan. De gekozen oplossing door Europese leiders met betrekking tot de schuldenproblematiek van Cyprus lag hieraan ten grondslag. Tot dan waren financiële reddingsplannen voornamelijk voor rekening van de belastingbetaler in Europa. Echter voor Cyprus kozen beleidsmakers ervoor een belangrijk deel van de kosten ten laste van de obligatie- en depositohouders van de banken te brengen. Vooral het initiële plan om ook depositohouders met saldi lager dan EUR 100.000 mee te laten betalen, zorgde voor veel onrust. Dit was immers een fundamentele wijziging van koers, waarvan de gevolgen te zien waren op de obligatiemarkten van de zwakkere landen in Europa. Later nuanceerden diverse politieke leiders dat de aanpak in Cyprus geen blauwdruk is voor de rest van Europa, waarna de aandacht rondom Cyprus naar de achtergrond verschoof.

In juni zette de eurogroep een volgende stap richting een bankenunie in Europa door een principeakkoord te sluiten over de voorwaarden waaronder het Europees noodfonds rechtstreeks geld in een noodlijdende bank kan steken. Deze stap moet voorkomen dat nationale regeringen in begrotingsproblemen komen bij het op de been houden van de financiële sector. Een bankenunie zou een belangrijke versterking van de Europese instituties kunnen zijn.

### Meer stimulering van economische groei in Europa

In tegenstelling tot Japan en Amerika legt Europa onder leiding van Duitsland de nadruk op overheidsbezuinigingen om de crisis te boven te komen in plaats van oplopende overheidstekorten en monetaire financiering. Dit beleid leidt onder andere tot een sterkere euro en remt de economische groei in Europa. Vervolgens vertaalden de gematigde vooruitzichten en gebrek

aan vertrouwen zich in een laag niveau van investeringen, welke zich in Europa in het eerste helft van 2013 nog altijd meer dan 20% onder het piekniveau van 2007 bevond. Beleidsmakers in Europa beseffen in toenemende mate dat de focus op bezuinigingen te eenzijdig is, ook stimulering van de economische groei is essentieel. De Europese Commissie was bereid de landen meer tijd te gunnen voor tekortreductie. Drie van de vijf grootste landen in Europa kregen meer tijd, waaronder Spanje dat twee extra jaren verkreeg om onder de doelstelling van 3% tekort te komen. Nederland en België kregen elk een jaar extra de tijd.

Macro economische ijkpunten in Europa toonden een gemengd beeld. Het vertrouwen verbeterde langzaam, geïllustreerd door de stijging van de ESI - de vertrouwensindex van de Europese commissie – naar 91,3 eind juni. Ook de IFO index in Duitsland liet een bescheiden groei zien. De arbeidsmarkt in Duitsland deed het beter dan verwacht. De verwachting ontstond dat een licht herstel in het tweede helft van het jaar zou kunnen doorzetten.

Consumentenbestedingen in Europa bleven onder druk vanwege een dalende koopkracht door opletende werkloosheid en een stagnerende reële loonontwikkeling. De inflatie in Europa laat een dalende tendens zien en zal naar verwachting uitkomen op 1,4% in 2013 ten opzichte van 2,5% in 2012. Economen verwachtten een economische contractie van circa -0,6% in 2013.

Banken bleven vooralsnog terughoudend met de verstrekking van leningen onder andere aan consumenten en kleine en middelgrote bedrijven, omdat banken de eigen balansratio's eerst wilden verbeteren. Herstel van de kredietverlening vormt een belangrijke voorwaarde voor de groei van de economie. De ECB nam specifieke maatregelen om het vertrouwen in de bankensector te verhogen en kapitaalskosten te verlagen, waaronder het opzetten van een bankenunie. De Europese Commissie heeft besloten de kapitaalsbasis van de Europese Investeringsbank te verhogen. De effecten van al deze maatregelen sijpelden langzaam door in de reële economie. Investeringsactiviteiten namen beperkt toe en het midden- en kleinbedrijf kon hierdoor beter financiering aantrekken. Verder zijn er programma's om meer te investeren in innovatie, wat de Europese concurrentiekracht tegenover de rest van de wereld moet verbeteren.

Bedrijfscijfers ontwikkelden zich gedurende de eerste helft van het jaar onder de verwachting, vooral veroorzaakt door de langere winterperiode en afnemende voorraadvorming. Analisten hebben de winsttaxaties voor 2013 enigszins verlaagd en gaan uit van een lichte groei van de operationele winst voor Nederlandse aandelen met 4% in 2013 en 2014.

#### Ruim monetaire beleid van centrale banken

Centrale banken wereldwijd toonden zich bereid de economische activiteiten te ondersteunen en gaven aan het huidige ruime monetaire beleid langjarig voort te zetten. Zowel de centrale bank in de Verenigde Staten, de ECB als ook de nieuwe voorzitter van de Japanse centrale bank herhaalden dergelijke uitlatingen. Dit schiep een ondersteunend klimaat voor aandelen.

De ECB was geïmmiteerd om de Europese groei te ondersteunen. Zo verlaagde de ECB in mei de rente met 0,25% naar 0,5% en indiceerde onconventionele maatregelen te overwegen om de kredietverlening aan bedrijven in het midden en klein bedrijf - met name in het zuiden van Europa - te verbeteren. De monetaire beleidsmakers in Europa gaven in juni aan dat een einde aan het soepele monetaire beleid in Europa nog ver weg is gezien de huidige zwakke conjunctuur en de lage inflatie. Alle inspanningen zijn gericht op economisch herstel.

Het Fed-beleid om Amerikaanse staatsschuld op te kopen, zorgde voor verlichting van de Amerikaanse overheidsfinanciën op de korte termijn. Hoewel Fed-president Bernanke heeft bezworen de rente laag te houden totdat de Amerikaanse werkloosheid onder de 6,5 procent is gedaald, ontstond er onzekerheid over de vraag wanneer de centrale bank haar stimulerende monetaire beleid en opkopen van schuldpapier zal vertragen en stopzetten.

Enerzijds zou het aanscherpen van het ruime monetaire beleid gunstig en logisch zijn, immers de reden om deze stimulering te reduceren is vanwege een hogere economische groei. De US consument krijgt meer vertrouwen door de stijgende huizenprijzen en aantrekkende aandelenmarkt. Anderzijds moeten financiële markten zich voorbereiden op een hogere effectieve rente. Dit was gedurende de maanden mei en juni zichtbaar op de obligatiemarkten, de effectieve rente steeg wereldwijd door deze groeiende onzekerheid. De 10 jarige rente op US staatsleningen nam met bijna 0,73% toe tot 2,49% en de Duitse 10 jarige rente op staatsleningen steeg met 0,4% op naar 1,7%.

Nadat de nieuwe regering van premier Abe in Japan van start is gegaan is ingezet op een combinatie van onconventionele monetaire financiering en fiscale stimulering om de economie - al jaren gekenmerkt door deflatie en nauwelijks enige groei - uit het dal te trekken. Daarbij zal de centrale bank van Japan circa drie kwart van de nieuwe uit te geven staatsobligaties opkopen en de economie stimuleren met circa €78 miljard aan uitgaven.

Op de korte termijn lijkt dit beleid aan te slaan. Recentelijk verhoogde het IMF de groeivoorzichten voor 2013 en 2014 met 0,5% naar respectievelijk 1,6% en 1,4%. Ook de voorspellingen van de centrale bank zijn gunstiger, geholpen door de stijgende export en consumentenbestedingen. In het tweede kwartaal zijn er beter dan verwachte cijfers gepubliceerd over de Japanse industriële productie en detailhandelsverkoop. Ook zijn grote Japanse fabrikanten voor het eerst in 2 jaar weer optimistisch geworden. De centrale bank herhaalde verder zijn prognose dat de inflatie in Japan dit boekjaar zal uitkomen op 0,6% en in de 12 maanden daarna zal stijgen tot 1,3%. De BoJ mikt op een inflatie van bijna 2% in 2015.

Tegelijkertijd gaat dit beleid gepaard met aanzienlijke risico's, aangezien de schuldenberg – meer dan twee keer de nationale economie – alleen maar toeneemt en er geen concreet plan bestaat om dit aan te pakken.

Naast de monetaire onzekerheid in Amerika nam de onrust gedurende het eerste halfjaar toe vanwege de economische ontwikkeling in China. De economische groei lijkt te vertragen en het vertrouwen tussen Chinese banken daalde aanzienlijk. Hierdoor droogde de onderlinge kredietverlening op en liep de interbancaire rente fors op van 4,5% naar 13,5% om daarna weer terug te vallen naar 4,5%.

## 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 maakt niet alleen gebruik maken van individuele shorts maar ook van 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.

## Performance

Per 30 juni 2013 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie 111,35 een stijging van 2,0% ten opzichte van de waarde per 31 december 2012. In het eerste helft van 2013 bedroeg de gemiddelde netto long positie 83%.

Tabel 1: Maandelijkse performance 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							2.0	11.4

Het European Opportunities Fund heeft in de eerste helft van 2013 in lijn gepresteerd met haar twee "benchmarks", de aandelenindex in Europa en de Nederlandse aandelenindex. De AEX steeg met 0,5% en Europese aandelen stegen met 1,9% (Stoxx Europe 600). Echter het Fonds bleef achter bij Long / short aandelen fondsen (Tremont long / short aandelen fondsen) welke met 6,7% steeg.

Tabel 2: Rendement European Opportunities Fund vergeleken met aandelen en long / short aandelen

	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar
EOF	-2.4	-2.1	1.7	3.0	6.5	-4.3							2.0
L/S Equity	0.0	3.5	1.4	1.2	1.2	-0.7							6.7
AEX	3.4	-3.9	2.2	0.9	3.4	-5.2							0.5
Stoxx 600	2.7	0.9	1.3	1.0	1.4	-5.3							1.9

De volatiliteit van het fonds sinds de start is 17%, welke vergelijkbaar is met Nederlandse aandelen. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 8%. Het risicogecorrigeerde rendement, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedraagt 0,0 voor het Fonds tegen 0,59 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,36 voor Nederlandse aandelen.



De Netto Asset Value per participatie van het Fonds daalde in de eerste twee maanden van het jaar van Euro 109 naar circa Euro 104 eind februari, een daling van 4,4% ten opzichte van een daling van de AEX met 0,6%. Dit werd hoofdzakelijk veroorzaakt doordat de Europese Commissie de overname van TNT Express door UPS onverwachts blokkeerde. Als gevolg hiervan daalde de aandelenkoers van TNT Express en van PostNL sterk wat een negatieve impact had van ruim 7% op de netto vermogenswaarde van het Fonds.

Echter in de daarop volgende maanden wist het Fonds te profiteren van een opgaande beurs en een goede aandelselectie. De beheerder handhaafde een relatief hoge netto long positie van gemiddeld 83%. Dit was ingegeven door de visie dat ondanks de getemperde economische groei vooruitzichten beleidsmakers er alles aan is gelegen om de groei te stimuleren. Dit reflecteert zich in een lage effectieve rente op obligaties. In Amerika heeft dit ruime monetair beleid geleid tot record hoogte op de Amerikaanse aandelenmarkt. Ook in Japan is een dergelijke ontwikkeling waar te nemen. Europese aandelenmarkten zijn echter veel minder hersteld en staken gunstig af bij andere beleggingscategorieën zoals obligaties en de bij de Amerikaanse aandelenmarkt. Beleggers worden gedwongen een hogere aandelenweging in hun beleggingsportefeuilles in overweging te nemen.

In juni leverde het Fonds een deel van het rendement in en daalde met circa 4% ten opzichte van een daling van de AEX index van 5%. Turbulentie op de aandelenmarkten nam toe vanwege de uitslatingen van Bernanke over het eventueel verminderen of zelfs stopzetten van het ruime monetair beleid. De beheerder gebruikte de daling in aandelenkoersen om posities uit te breiden, waardoor de netto long positie steeg naar 100% per eind juni.

Onder andere de volgende individuele aandelen leverden een positieve bijdrage aan de prestaties van het Fonds: SBM Offshore, SNS Reaal (short), Delta Loyd en Ziggo. Negatieve invloed op de prestaties hadden onder andere TNT Express, PostNL, KPN en ArcelorMittal.

#### SNS Reaal

De beheerder heeft eind januari een short positie in SNS Reaal aandelen en RBS SNS Reaal Turbo's short ingenomen. De Nederlandse bank en verzekeraar kwam in toenemende mate negatief in het nieuws vanwege oplopende verliezen in de vastgoeddivisie en de noodzaak tot een mogelijk zeer verwaterende kapitaalinjectie. Het management had in november 2012 aangekondigd om voor 14 februari 2013 met een allesomvattende oplossing te komen. In januari 2013 berichtte de pers over een mogelijke extra afboeking op de waarde van het onderliggende vastgoed van Euro 1,2 tot Euro 1,8 miljard. Op 1 februari voorbeurs meldde het ministerie van financiën dat alle gesprekken met private partijen waren mislukt en niets anders restte dan SNS Reaal te nationaliseren. De minister van financiën kondigde aan eigenaars van aandelen en achtergesteld schuld papier van de SNS Reaal bank en SNS Reaal groep te onteigenen. Dit komt er op neer dat de aandelen en schuld papieren geen waarde meer vertegenwoordigen.

De Raad van State heeft op 25 februari 2013 in een uitspraak onherroepelijk vastgesteld dat de minister rechtmatig de vermogensbestandsdelen en effecten heeft onteigend. Daarbij moest de minister er vanuit gaan dat als SNS Bank niet tijdig haar kapitaal zou aanvullen, DNB zich genoodzaakt zou zien om over te gaan tot aanvragen van de noodregeling, met het faillissement van de bank als mogelijk gevolg. Per februari is de gehele positie gewaardeerd op basis van 0 cent per aandeel SNS Reaal. Dit had een positief effect op de NAV van 2,8%.

In een uitspraak op 11 juli 2013 heeft de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof Amsterdam bepaald dat deskundigen een onafhankelijk onderzoek zullen doen en de OK zullen adviseren over de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestandsdelen van SNS Reaal N.V. en SNS Bank N.V. op de peildatum van 1 februari 2013. Daarbij gaf de OK aan dat de door de overheid aangeboden schadeloosstelling van nul Euro onvoldoende is onderbouwd en het aannemelijk is dat het aanbod geen volledige vergoeding vormt van de door rechthebbenden geleden schade. Naar aanleiding van deze uitspraak van de OK is de positie van het Fonds in juli geherwaardeerd op basis van 20 cent per aandeel SNS Reaal. Dit had een negatief effect van circa 0,8% op de intrinsieke waarde van het Fonds.

Bij de waardebepaling van 20 cent voor het Fonds 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 staartrisiko 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 niets overhouden. Echter de commissie zou ook andere scenario's in ogenschouw kunnen nemen.

## TNT Express

Op maandag 14 januari maakte UPS bekend de overname van TNT Express niet door te zetten, aangezien de Europese Commissie geen goedkeuring wilde geven voor de overname indien UPS geen verdere concessies voor het afstoten van onderdelen zou doen. De Europese commissie kondigde de laatste week van de januari een officiële afwijzing aan. De aandelen TNT Express daalden initieel met 50% naar Euro 4,15 en herstelden vervolgens naar een koers van Euro 5,50. In eerste instantie leek de koers erg hard afgestraft te worden door beleggers. Weliswaar was de aandacht van het management gedurende 11 maanden gericht op de overname, maar de onderneming staat er financieel gezond voor met weinig schuld en een solide marktpositie in Europa. De nieuwe CEO zal zich moeten herbezinnen op de marktposities in Brazilië en China. Verdere overnamespeculatie valt niet uit te sluiten. De beheerder breidde de positie TNT Express uit op een koers van Euro 4,17. Echter rond de Eur 5,50 is de gehele positie in mei verkocht.

## POSTNL

De PostNL aandelenkoers daalde met 35% na het bericht van de mislukte overname van TNT Express. PostNL houdt een 30% belang in TNT Express. Het verzilveren van het belang in TNT Express had voor de onderneming veel financiële knelpunten kunnen oplossen, aangezien het belang een waarde zou vertegenwoordigen van Euro 1,5 miljard. De onderneming heeft aangegeven haar belang op de middellange termijn te willen verkopen. De Beheerder heeft haar positie in PostNL aangehouden en op lagere aandelenkoersen vergroot.

De eerste kwartaalcijfers van de onderneming waren in lijn met de verwachtingen en bevestigde dat de onderneming goed op weg is de winstdoelstelling voor 2013 te halen. De reorganisatie verloopt volgens plan, terwijl de leveringskwaliteit stabiel is op 96%. PostNL mag per 1 augustus de tarieven verhogen en de overheid heeft een wetsvoorstel ingediend om de maandaglevering af te schaffen. Daarnaast lijkt de dekkingsgraad van het pensioenfonds te verbeteren aangezien de rente oploopt wat gunstig is voor PostNL als enige sponsor van dit pensioenfonds.

De goede operationele gang van zaken werd eind mei bevestigd door een tussentijds bericht waarin het management de winstdoelstelling naar boven bijstelde naar een onderliggend cash bedrijfsresultaat van €50 – 90 miljoen (eerder €20 – 60 miljoen). De onderneming kent een aantrekkelijke waardering van 3,7x de geschatte operationele winst over 2014.

## AHOLD

Het Fonds heeft na een koersdaling in april de positie in Ahold teruggekocht. De onderneming voert een solide strategie in Nederland en de Amerikaanse retailmarkt en speelt in op de groeiende internetverkoop via bol.com. Na de verkoop van ICA heeft de onderneming een sterke balans met een positief kassaldo van meer dan Euro 1 miljard. De onderneming heeft aangekondigd een voorzichtig beleid te voeren ten aanzien van acquisities en geeft de voorkeur aan terugkoop van eigen aandelen. Daarnaast heeft het aandeel een relatief aantrekkelijk vrije kasstroom rendement van 9,1%. Deze combinatie van een robuuste kasstroom, solide financiële positie en zoektocht van rendement van beleggers biedt het aandeel potentie voor een re-rating.

## SBM Offshore

SBM vormde een van de grotere posities van het Fonds. De aandelenkoers van SBM Offshore heeft in de voorgaande periode een forse daling laten zien, met name vanwege het hoofdpijndossier Yme. Gedurende het eerste kwartaal maakte de onderneming bekend een finale overeenstemming te hebben bereikt over de afronding van het Yme project.

De onderneming berichtte in het eerste helft van het jaar een intentieverklaring te hebben getekend voor twee grote FPSO contracten in Brazilië. Het betreft een 'lease and operate' contract voor een joint venture waarin SBM Offshore participeert, met een looptijd van 20 jaar en een totale waarde van US\$ 3,5 miljard. Deze FPSO's zullen in 2015 en 2016 worden opgeleverd. Deze contracten vormen een weerspiegeling van de gunstige vooruitzichten voor de "traditionele" FPSO business. De bouwer van drijvende boorplatforms heeft een orderportefeuille waarmee ze jaren vooruit kan. Het aantal concurrenten is beperkt wat gunstig is voor het prijsniveau en het aantal uitstaande tenders is groot.

In mei bevestigde de onderneming in een trading update dat na het slecht verlopen jaar 2012 de operationele verbetering zich versterkt doorzet. In het eerste kwartaal van 2013 steeg de omzet met 35% naar US\$ 1 miljard en de orderportefeuille steeg met 49% naar US\$ 21 miljard. Ook is de claimemissie succesvol verlopen waardoor de balansverhoudingen weer voldoende zijn. Daarnaast heeft het management een transformatieproces ingezet waarbij een betere balans tussen operationele risico's en prijs tot stand komt. Dit moet op termijn leiden tot een hogere winstgevendheid van de onderneming. Daarbovenop zijn de marktvooruitzichten voor grote olieplatformen op zee gunstig. Per saldo lijkt na het recente koersherstel verder opwaarts potentieel aanwezig gegeven de relatief lage koers/winst waardering van 7,5x 2014.

## KPN

Het Fonds heeft op lagere koersen de positie in KPN verhoogd. Het aandeel was na de koersdaling gewaardeerd op een discount van circa 30% ten opzichte van de Europese telecom sector en een rendement op vrije kasstroom van circa 18%. Tijdens de tweede kwartaalcijfers maakte KPN bekend haar belang in E-Plus te verkopen aan Telefonica voor een bedrag van €5 miljard in cash en een 17,6% belang in Telefonica Deutschland. Hiermee kan KPN de balans verder versterken en het dividend eerder hervatten dan door analisten werd verwacht. Vervolgens heeft America Movil (AMX) de samenwerking en stand-stil overeenkomst van 20 februari 2013 met onmiddellijke ingang opgezegd. Dit biedt AMX de mogelijkheid het belang in KPN boven de 30% uit te breiden.

## ZIGGO

Het Fonds heeft een longpositie in de onderneming Ziggo. Hiermee wordt vooruitgelopen op een verdergaande concentratie binnen de Europese kabelsector. Het is nodig om kabelbedrijven te consolideren om aldus beter tegenwicht te kunnen bieden aan telecombedrijven die in glasvezel investeren.

In Nederland is Liberty Global eigenaar van UPC met 2,8 miljoen aangesloten huishoudens. Daarnaast heeft Liberty een 18% aandelenbelang in Ziggo, met 4,2 miljoen aansluitingen, opgebouwd. Dit biedt potentie voor een samenwerking en synergievoordelen tussen beide bedrijven, die de winst en de kasstroom kunnen verhogen. Zo maakte Ziggo en UPC bekend het WIFI-netwerk te gaan delen. In juli maakte Liberty bekend het belang in Ziggo te hebben uitgebreid naar 28,5%. Daarnaast wil Ziggo snel bel- en data abonnementen aanbieden. Ziggo kan de operationele kosten verlagen en ook de investeringen reduceren. Daarnaast is er de potentie de financieringskosten te verlagen door herfinanciering van huidige dure leningen. Analisten taxeren thans 19% groei in EPS tot 2015. Het aandeel is aantrekkelijk gewaardeerd en kent een dividendrendement van meer dan 6%.

## BOSKALIS

Na de jaarcijfers heeft het Fonds de positie in Boskalis gereduceerd. Echter nadat de koers begin juni was gedaald is het aandeel weer teruggekocht. De onderneming genereert een goede vrije kasstroom. De baggermarkt laat een lichte groei zien en gegeven de beperkte groei in baggercapaciteit biedt dit een evenwichtig beeld. Tevens is er kans dat Singapore haar landaanwinningsplannen vorm zal gaan geven door aanbesteding van een groot baggerproject van naar verwachting €1 miljard. Daarnaast zal de overname van Dockwise gunstig kunnen bijdragen aan het resultaat in 2013 en 2014. Ondanks een tot nu toe licht tegenvallende orderintake in 2013 zijn de vooruitzichten niet ongunstig. Enkele grote heavy lift projecten komen in de uitvoeringsfase waardoor een belangrijk deel van de vloot bezet zal zijn. Dit moet leiden tot een herstel van het prijsniveau voor Dockwise en daarmee een hogere bijdrage aan de winstgevendheid. Het aandeel Boskalis is aantrekkelijk geprijsd met een verwacht rendement op vrije kasstroom basis van circa 10%.

## Vooruitzichten

De beheerder is overtuigd dat aandelen potentieel voor herwaardering hebben. Het is beleidsmakers in Europa alles aan gelegen de economische groei te stimuleren. Landen krijgen meer tijd om tekorten terug te brengen, stimuleringsmaatregelen worden geïmplementeerd terwijl de effectieve rente op obligaties historisch laag blijft. Daarnaast bestaan er voor beleggers slechts beperkte mogelijkheden om rendement te behalen in rentedragende titels.

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 door de huidige waarderingen aantrekkelijke kansen.

Tegen de achtergrond van een zich langzaam verbeterende economische ontwikkeling zijn beleggers bijna genoodzaakt een hogere aandelenweging in hun beleggingsportefeuilles in overweging te nemen.

Amsterdam, 16 augustus 2013

De Beheerder

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

Financieel Verslag  
European Opportunities Fund

# Balans

(voor resultaatbestemming)

	Toelichting	30-06-2013 EUR	31-12-2012 EUR
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	(4.1)	11.266.955	12.243.171
Opties	(4.2)	-	-
		<u>11.266.955</u>	<u>12.243.171</u>
<b>Vorderingen</b>			
Overige vorderingen en overlopende activa	(5.1)	248.805	227.779
		<u>248.805</u>	<u>227.779</u>
<b>Overige activa</b>			
Immateriële vaste activa	(6.1)	10.655	18.846
Liquide middelen	(6.2)	1.651.717	1.623.917
		<u>1.662.372</u>	<u>1.642.763</u>
<b>Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar)</b>			
Schulden aan kredietinstellingen	(7.1)	1.857.400	-
Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties	(7.2)	-	12.369
Overige schulden en overlopende passiva	(7.3)	39.126	39.248
		<u>1.896.526</u>	<u>51.617</u>
<b>Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden</b>		<u>14.651</u>	<u>1.818.925</u>
<b>Uitkomst van activa min kortlopende schulden</b>		<u>11.281.606</u>	<u>14.062.096</u>
<b>Beleggingen (Shortposities)</b>			
Aandelen	(8.1)	589.848	2.074.157
Opties	(8.2)	-	-
		<u>589.848</u>	<u>2.074.157</u>
<b>Eigen vermogen</b>			
Participatiekapitaal	(9.1)	9.349.535	10.840.473
Wettelijke reserve	(9.2)	10.655	18.846
Algemene reserve	(9.3)	1.136.811	1.287.659
Onverdeeld resultaat	(9.4)	194.757	-159.039
		<u>10.691.758</u>	<u>11.987.939</u>
<b>Netto Vermogenswaarde per participatie</b>		<u>111,35</u>	<u>109,17</u>

## Winst- en verliesrekening

		<b>01-01-2013</b>	01-01-2012
		<b>30-06-2013</b>	30-06-2012
	<b>Toelichting</b>	<b>EUR</b>	EUR
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>			
Dividend	(10.1)	<b>118.489</b>	59.724
Interestbaten	(10.2)	<u>-</u>	<u>789</u>
		<b>118.489</b>	60.513
<b>Koersresultaten</b>			
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen		<b>646.042</b>	-619.675
Niet-gerealiseerde koersresultaten op beleggingen		<b>-570.193</b>	1.483.247
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen short		<b>-273.405</b>	156.655
Niet-gerealiseerde koersresultaten op beleggingen short		<b>391.034</b>	-139.878
Gerealiseerde koersresultaten op futures		-	83.231
Niet-gerealiseerde koersresultaten op futures		-	-606.670
Gerealiseerde koersresultaten op opties short		<b>42.351</b>	-
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden		<u>-667</u>	<u>789</u>
		<b>235.162</b>	357.699
<b>Totale baten</b>		<u><b>353.651</b></u>	<u>418.212</u>
<b>Kosten</b>			
Kosten van beheer van beleggingen	(11.1)	<b>101.987</b>	140.864
Kosten van de bewaarder	(11.2)	<b>3.605</b>	4.492
Afschrijving immateriële vaste activa		<b>8.191</b>	8.236
Interestkosten		<b>11.665</b>	4.239
Overige kosten	(11.3)	<u><b>33.446</b></u>	<u>50.060</u>
<b>Totale lasten</b>		<u><b>158.894</b></u>	<u>207.891</u>
<b>Beleggingsresultaat</b>		<u><b>194.757</b></u>	<u>210.321</u>

## Kasstroomoverzicht

	01-01-2013 30-06-2013	01-01-2012 30-06-2012
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Opbrengsten uit beleggingen	194.757	210.321
Koersresultaat	-235.162	-357.699
Afschrijving immateriële vaste activa	<u>8.191</u>	<u>8.236</u>
Direct beleggingsresultaat	<u>-32.214</u>	<u>-139.142</u>
Aankopen	-18.650.910	-23.439.714
Verkopen	<u>18.378.646</u>	<u>31.172.064</u>
	-272.264	7.732.350
Gerealiseerd koersresultaat op futures	-	83.231
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden	<u>-667</u>	<u>789</u>
	-667	84.020
Mutatie kortlopende vorderingen	-21.026	-28.621
Mutatie kortlopende schulden	<u>-12.491</u>	<u>4.526</u>
	<u>-33.517</u>	<u>-24.095</u>
<i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i>	-338.662	7.653.133
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen bij geplaatste participaties	-	100.000
Betaald bij inkoop participaties	<u>-1.490.938</u>	<u>-658.461</u>
<i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i>	-1.490.938	-558.461
<b>Netto mutatie geldmiddelen</b>	-1.829.600	7.094.672
Geldmiddelen 1 januari	<u>1.623.917</u>	<u>2.219.718</u>
<b>Netto geldmiddelen 30 juni</b>	<u>-205.683</u>	<u>9.314.390</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 hier tegen 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 valutaposities 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.

### *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 uittrading*

De beheerder brengt vooralsnog geen toe- en uitredingskosten in rekening.

De participanten betalen voor elke toetreding, uittrading, of overboeking mutatiekosten ten bedrage van Euro 25 welke verwerkt worden onder de overige kosten.

#### **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. Vooralnog is de ingehouden bronbelasting als vordering opgenomen.

## Toelichting op de balans

	30-06-2013 EUR	31-12-2012 EUR
<b>Beleggingen (4)</b>		
<i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i>		
Stand begin boekjaar	12.243.171	13.462.182
Aankopen	13.925.417	30.878.390
Verkopen	-14.977.482	-34.176.319
Gerealiseerd koersresultaat	646.042	-356.106
Ongerealiseerd koersresultaat	-570.193	2.435.024
Stand 30 juni	<u>11.266.955</u>	<u>12.243.171</u>
Historische kostprijs	11.293.781	11.699.804
<i>Mutatieoverzicht opties (4.2)</i>		
Stand begin boekjaar	-	-
Aankopen	-	12.369
Verkopen	-	-
Gerealiseerd koersresultaat	-	-12.369
Ongerealiseerd koersresultaat	-	-
Stand 30 juni	<u>-</u>	<u>-</u>
Historische kostprijs	-	-
<b>Vorderingen (5)</b>		
<i>Overige vorderingen en overlopende activa (5.1)</i>		
Te vorderen dividend- en bronbelasting	237.641	227.779
Te vorderen dividend	9.578	-
Vooruitbetaalde kosten	1.586	-
	<u>248.805</u>	<u>227.779</u>
<b>Overige activa (6)</b>		
<i>Immateriële vaste activa (6.1)</i>		
Stand begin boekjaar	18.846	35.408
Afschrijving immateriële vaste activa	-8.191	-16.562
Stand 30 juni	<u>10.655</u>	<u>18.846</u>
Cumulatieve afschrijving op immateriële vaste activa	71.974	63.783

*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 1.651.717, 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.

	<b>30-06-2013</b>	31-12-2012
	<b>EUR</b>	EUR
<i>Overige schulden en overlopende passiva (7.3)</i>		
Nog te betalen vermogensbeheervergoeding	13.368	14.989
Nog te betalen bewaarloon	3.800	-
Nog te betalen bewaardersvergoeding	1.008	1.335
Nog te betalen kosten participantenadministratie	1.875	1.300
Nog te betalen administratiekosten	5.000	5.000
Nog te betalen accountantskosten	6.258	12.402
Nog te betalen toezichtskosten	6.027	3.320
Nog te betalen advieskosten	1.569	902
Nog te betalen overige algemene kosten	221	-
	<u>39.126</u>	<u>39.248</u>

### **Beleggingen shortposities (8)**

#### *Mutatieoverzicht aandelen shortposities (8.1)*

Stand begin boekjaar	2.074.157	1.582.486
Verkopen	3.364.674	13.213.968
Aankopen	-4.731.354	-12.865.205
Gerealiseerd koersresultaat op aandelen	273.405	-95.571
Ongerealiseerd koersresultaat op aandelen	-391.034	238.479
	<u>589.848</u>	<u>2.074.157</u>
Stand 30 juni	<u>589.848</u>	<u>2.074.157</u>
Historische kostprijs	654.526	1.923.555

#### *Mutatieoverzicht opties shortposities (8.2)*

Stand begin boekjaar	-	-
Verkopen	36.490	140.400
Aankopen	5.861	-14.000
Gerealiseerd koersresultaat op opties	-42.351	-126.400
Ongerealiseerd koersresultaat op opties	-	-
	<u>-</u>	<u>-</u>
Stand 30 juni	<u>-</u>	<u>-</u>
Historische kostprijs	-	-

### **Eigen vermogen (9)**

#### *Participatiekapitaal (9.1)*

Stand begin boekjaar	109.810	10.840.473	12.905.885
Geplaatst	-	-	119.975
Ingekocht	-13.792	-1.490.938	-2.185.387
	<u>96.018</u>	<u>9.349.535</u>	<u>10.840.473</u>
Stand 30 juni	<u>96.018</u>	<u>9.349.535</u>	<u>10.840.473</u>

#### *Wettelijke reserve (9.2)*

Stand begin boekjaar	18.846	35.408
Toegevoegd aan algemene reserve	-8.191	-16.562
	<u>10.655</u>	<u>18.846</u>
Stand 30 juni	<u>10.655</u>	<u>18.846</u>

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

	<b>30-06-2013</b>	31-12-2012
	<b>EUR</b>	EUR
<i>Algemene reserve (9.3)</i>		
Stand begin boekjaar	<b>1.287.659</b>	5.435.368
Toegevoegd aan onverdeeld resultaat	<b>-159.039</b>	-4.164.271
Onttrokken aan wettelijke reserve	<b>8.191</b>	16.562
Stand 30 juni	<b><u>1.136.811</u></b>	<u>1.287.659</u>
<i>Onverdeeld resultaat (9.4)</i>		
Stand begin boekjaar	<b>-159.039</b>	-4.164.271
Onttrokken aan algemene reserve	<b>159.039</b>	4.164.271
Resultaat lopend boekjaar	<b><u>194.757</u></b>	<u>-159.039</u>
Stand 30 juni	<b><u>194.757</u></b>	<u>-159.039</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.

	01-01-2013	01-01-2012
	30-06-2013	30-06-2012
	EUR	EUR
<b>Kosten (11)</b>		
<i>Kosten van beheer van beleggingen (11.1)</i>		
Performance fee	-	-
Vermogensbeheervergoeding	83.256	112.923
Overige beheerkosten	18.731	27.941
	<u>101.987</u>	<u>140.864</u>

#### • Performance fee

Het Fonds zal de beheerder een performance fee betalen, vastgesteld per jaar en betaalbaar per het begin van de 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. De reservering voor de performance fee vindt periodiek in de netto vermogenswaarde 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 (11.2)

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 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 (primo maand plus ultimo maand gedeeld door twee) in dat jaar.

	01-01-2013	01-01-2012
	30-06-2013	30-06-2012
	EUR	EUR
<b>• Overige kosten (11.3)</b>		
Kosten participantenadministratie	3.267	4.567
Advieskosten	1.240	3.694
Administratiekosten	15.550	21.208
Accountantskosten	5.951	11.877
Bijdrage WTB	6.942	5.967
Publiciteitskosten	496	497
Overige algemene kosten	-	2.250
	<u>33.446</u>	<u>50.060</u>

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 (primo maand plus ultimo maand gedeeld door twee).

## Overige toelichting

### Kostenvergelijking

<i>Vaste kosten</i>	<b>Werkelijk</b>	<b>Prospectus</b>	<b>% Afwijking</b>
Performance fee	-	-	0,00%
Beheervergoeding	<b>83.256</b>	83.256	0,00%
Administratiekosten	<b>15.550</b>	15.550	0,00%
Kosten bewaarder	<b>3.605</b>	3.605	0,00%
	<b>102.411</b>	102.411	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 2013 bedraagt: 1,32% - geannualiseerd 2,63% (2012: 1,38% - geannualiseerd 2,75%).

### Turnover ratio

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

De turnover ratio voor het Fonds voor de eerste helft van het boekjaar 2013 bedraagt: 318% - geannualiseerd 636% (2012: 361% - geannualiseerd 722%).

### 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 € 83.842.

### Gebeurtenissen na balansdatum SNS Reaal

Het Fonds heeft een short positie in de genationaliseerde aandelen SNS Reaal en een positie RBS Turbo's short SNS Reaal. Deze posities heeft de Beheerder voorzichtigheidshalve gewaardeerd op basis van 20 cent per aandeel SNS Reaal.

In een uitspraak op 11 juli 2013 heeft de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof Amsterdam bepaald dat deskundigen een onafhankelijk onderzoek zullen doen en de OK zullen adviseren over de waarde van de onteigende effecten en vermogensbestandsdelen van SNS Reaal N.V. en SNS Bank N.V. op de peildatum van 1 februari 2013. Daarbij gaf de OK aan dat de door de overheid aangeboden schadeloosstelling van nul Euro onvoldoende is onderbouwd en het aannemelijk is dat het aanbod geen volledige vergoeding vormt van de door rechthebbenden geleden schade. Naar aanleiding van deze uitspraak is de positie van het Fonds per 17 juli 2013 gewaardeerd op basis van 20 cent per aandeel SNS Reaal. Dit had een negatief effect van circa 0,8% op de intrinsieke waarde van het Fonds.

Bij deze waardebeoordeling voor het Fonds 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 staartrisiko 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 niets overhouden. Echter de commissie zou ook andere scenario's in ogenschouw kunnen nemen.

## **Uitbesteding kerntaken**

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

### *Administratievoering*

De administratie is uitbesteed aan CACEIS Netherlands N.V. 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 40.000 (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%

Met ingang van 1 juli 2012 is de minimale vergoeding op jaarbasis verlaagd tot EUR 30.000 (exclusief BTW).

### *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. 1 december 2009.

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.

### *Uitvoeren van bewaarderactiviteiten*

De bewaring van de beleggingen wordt uitbesteed aan Stichting Bewaarder European Opportunities Fund. De bewaarder is belast met de bewaring van het vermogen van het Fonds, alsmede het bijhouden van het participantenregister. 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. Voorts stelt de bewaarder achteraf vast dat de beleggingstransacties zoals uitgevoerd door de beheerder passen in het beleggingsbeleid van het Fonds volgens het prospectus. De bewaarder is gerechtigd tot een vergoeding van EUR 5.000 per jaar, te vermeerderen met 0,01% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds in dat jaar. Daarnaast ontvangt de bewaarder een vergoeding voor het bijhouden van het participantenregister, gerelateerd aan het aantal mutaties en het aantal participanten.

## **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, 16 augustus 2013

De beheerder

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



J. Vermeerstraat 14  
1071 DR Amsterdam  
The Netherlands  
Tel : +31 20 570 30 56  
Fax: +31 20 570 30 47  
[www.go-capital.nl](http://www.go-capital.nl)