

Halfjaarbericht 2014

European Opportunities Fund



Inhoudsopgave

Ontwikkeling European Opportunities Fund	3
Profiel	4
Verslag van de beheerder	5
Financieel verslag	
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 020-5703045

www.go-capital.nl

Toezichthouder

FM&I BV

Monnikevenne 38

1141 RL Monnickendam

Beheerder

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

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

Depotbank

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

Accountant

Ernst & Young Accountants LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

Fiscaal en Juridisch adviseur

Clifford Chance LLP

Droogbak 10

1013 GE Amsterdam

Bewaarder

Stichting Bewaarder European Opportunities Fund

De Ruyterkade 6-i

1013 AA Amsterdam

Bankrelatie

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

Administrateur

CACEIS Bank Luxembourg Amsterdam Branch

De Ruyterkade 6-i

1013 AA Amsterdam

Fiscaal adviseur

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

Ontwikkeling European Opportunities Fund

	30-06-2014	31-12-2013	31-12-2012
Netto vermogenswaarde EUR x 1.000			
Netto vermogenswaarde volgens balans	13.754	12.873	11.988
Aantal uitstaande participaties	97.104	94.204	109.810
Netto vermogenswaarde per participatie EUR	141,64	136,65	109,17
Uitkering per participatie EUR	-	-	-
	01-01-2014	01-01-2013	01-01-2012
	30-06-2014	30-06-2013	30-06-2012
Winst- en verliesrekening EUR x 1.000			
Opbrengsten uit beleggingen	113	119	60
Koersresultaten	544	235	358
Kosten	<u>-166</u>	<u>-159</u>	<u>-208</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>491</u>	<u>195</u>	<u>210</u>
	01-01-2014	01-01-2013	01-01-2012
	30-06-2014	30-06-2013	30-06-2012
Winst- en verliesrekening per participatie EUR			
Aantal uitstaande participaties	97.104	96.018	124.474
Opbrengsten uit beleggingen	1,16	1,23	0,49
Koersresultaten	5,60	2,45	2,87
Kosten	<u>-1,71</u>	<u>-1,65</u>	<u>-1,67</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>5,05</u>	<u>2,03</u>	<u>1,69</u>

Profiel

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

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

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

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

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

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

Risico

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

Verslag van de beheerder

Algemeen

We hebben het genoegen u hierbij het halfjaarbericht 2014 van het European Opportunities Fund aan te bieden. Het afgelopen halfjaar behaalde het Fonds een netto rendement van +3,7%. De gemiddelde netto long positie bedroeg gedurende het eerste halfjaar 88%.

Het European Opportunities Fund heeft in het eerste halfjaar van 2014 beter gepresteerd dan de Nederlandse aandelenindex (AEX index) welke met +2,8% steeg en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) +2,9%. De Stoxx Europe 600 Index steeg met 4,1%.

Financiële en economische achtergrond

Aandelenbeurzen bewogen zich in Europa in een nauwe bandbreedte in het eerste helft van het jaar, waarbij deze na een goede ontwikkeling in mei en juni de periode uiteindelijk met kleine winsten afsloten. De DJ600 Europe index steeg met 4,1%, terwijl de AEX index met +2,8% in waarde toenam. Amerikaanse aandelen stegen ook licht, de S&P 500 nam met 1,5% toe. De volatiliteit van financiële markten bevond zich op een zeer laag niveau, geïllustreerd door de VIX index welke 11,6 noteerde aan het eind van juni ten opzichte van het 5-jaars gemiddelde van circa 25. Dit lage niveau is vergelijkbaar met de laagste niveaus van deze index in de afgelopen 20 jaar.

De lage volatiliteit op financiële markten is een gevolg van het ruime monetaire beleid van centrale banken wereldwijd. Ook het beleid van de Europese Centrale Bank, de ECB, is erop gericht de dalende inflatie te keren en het zwakke economische herstel te versnellen. Begin juni maakte de ECB additionele maatregelen bekend. De herfinancieringsrente is verlaagd van 0,25% naar 0,15% en de depositorente is naar een historisch niveau van -0,1% gebracht. Daarnaast heeft de ECB een gericht herfinancieringsprogramma opgezet voor financiële instellingen, de zogenaamde TLTRO van maximaal € 400 miljard. Gedurende de komende 4 jaar kunnen deze instellingen onder gunstige voorwaarden bij de ECB de uitstaande leningen aan de niet-financiële private sector (exclusief hypotheken) herfinancieren. Dit programma heeft vooral tot doel de kredietverlening aan het bedrijfsleven te verbeteren. Naast deze maatregelen bereidt de ECB zich voor om verdergaande maatregelen te nemen zoals het rechtstreeks opkopen van zogenaamde asset-backed-securities.

De ECB tracht door middel van deze maatregelen vooral het gevaar van economische krimp en toenemende risico van deflatie af te wenden. De inflatie in Europa bleef dalen naar +0,5% in mei en juni ten opzichte van +0,7% in april. De inflatie is sinds oktober 2013 onder de +1% en is beduidend onder de doelstelling van +2%. Dit bemoeilijkt de afbouw van schulden van vooral de zuid Europese overheden aanzienlijk. Ook het herstel op de arbeidsmarkt bleef gering, getuige de hoge werkloosheid van 11,6% in Europa. De economische groei tenderde rond de 1%, waarbij de cyclische indicatoren in het tweede kwartaal eerder wezen op een afzwakking dan een versnelling van de groei. Het is nu de vraag wat de effecten van de beleidsmaatregelen van de ECB zijn in de tweede helft van dit jaar.

De Euro bleef sterk ten opzichte van de belangrijke handelsblokken in de wereld. Aanvankelijk daalde de Euro na de aanvullende maatregelen van de ECB in juni ten opzichte van de dollar van US\$1,3635 naar US\$1,35 echter sloot uiteindelijk het halfjaar af op US\$1,3692, vrijwel ongewijzigd ten opzichte van de start van het jaar. Blijkbaar zijn valutamarkten nog niet onder de indruk van de genomen stappen van de ECB.

Financiële analisten speculeren dan ook dat de ECB in 2015 over zal gaan tot rechtstreeks opkopen van schulden, het beleid wat de Amerikaanse centrale bank al langer voert, om het tij te keren. De ECB lijkt op dit punt nog een afwachtende houding aan te nemen voor de rest van dit jaar. Echter de ECB schat de risico's voor economische groei en inflatie neerwaarts in. Mocht de economische ontwikkeling verder tegenvallen dan zou de ECB kunnen overgaan tot een dergelijke stap.

Geopolitieke onrust neemt gedurende dit eerste halfjaar duidelijk toe. Spanningen in Ukraine liepen hoog op, waarbij Rusland de Krim annexeerde. Het conflict in Syrië breidde zich uit naar het buurland Iraq, waar ISIS, een afsplitsing van Al Qaeda, in juni een groot offensief startte. Er bestaat onduidelijkheid over de omvang van deze organisatie en de middelen die ze ter beschikking hebben. Het doel is een islamitisch kalifaat in Syrië en Iraq. De terreurbeweging wist een aanzienlijk deel van Noord Iraq te veroveren, waarbij het Iraaqse leger een gedesoriënteerde indruk maakte. De gevolgen voor financiële markten bleven nog beperkt. Wel liep de olieprijs op van \$109 naar \$115 per barrel maar zakte eind juni weer naar \$112. Goud steeg met 6% naar US\$1.327 per Troy ounce.

De dalende inflatie in Europa, het langzame economische herstel en uitspraken van de ECB misten hun uitwerking op de obligatiemarkten niet. Het effectieve rendement op de 10-jarige Duitse staatslening daalde aanzienlijk naar 1,25% ten opzichte van 1,93% aan de start van het jaar. Ook het renteverskil met Italië en Spanje ten opzichte van Duitsland namen in het eerste halfjaar verder af met 0,6% en 0,8% respectievelijk. De zoektocht van beleggers naar rendement heeft in de eerste helft van dit jaar geleid tot een daling van de 10-jarige rente in Italië van 4,13% naar 2,85% en in Spanje van 4,15% naar 2,66%.

Beleggingsbeleid

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

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

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

Performance

Per 30 juni 2014 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie 141,64 een stijging van 3,7% ten opzichte van de waarde per 31 december 2013. In 2014 bedroeg de gemiddelde netto long positie 88%. Het Fonds heeft gedurende 2014 hoofdzakelijk belegd in in de Benelux genoteerde aandelen.

Tabel 1: Maandelijkse rendement European Opportunities Fund (%)

Jaar	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar	Cum
2009		0.0	0.5	1.0	1.1	-1.1	5.8	3.6	2.8	-0.4	0.0	5.1	19.5	19.5
2010	-0.6	-2.5	6.1	-1.0	-3.7	-1.3	3.1	-5.2	9.5	8.2	4.3	0.8	17.6	40.5
2011	-0.8	4.9	1.5	-0.2	-3.3	-10.1	-5.0	-13.7	-7.4	2.3	1.0	9.0	-21.7	10.1
2012	7.5	7.1	-1.5	-4.7	-3.3	-3.2	-6.3	-0.6	-5.4	1.0	1.8	8.2	-0.8	9.2
2013	-2.4	-2.1	1.7	3.0	6.5	-4.3	8.8	3.2	1.8	1.9	4.2	1.2	25.2	36.7
2014	-2.3	-0.4	2.7	2.2	2.3	-0.7							3.7	41.6

Het European Opportunities Fund presteerde in 2014 beter dan de Nederlandse aandelenindex (+2,8%) en de long/short aandelenindex (+2,9%). De Europese aandelenindex Stoxx Europe 600 steeg met 4,1%.

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

	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar
EOF	-2.3	-0.4	2.7	2.2	2.3	-0.7							3.7
L/S Equity	-0.1	2.8	-1.2	-1.0	1.5	1.0							2.9
AEX	-3.7	3.0	1.2	-0.7	1.7	1.5							2.8
Stoxx 600	-1.7	4.8	-1.1	1.1	1.9	-0.7							4.1

De volatiliteit van het fonds gemeten vanaf de start is 15,8%, welke iets lager is dan de Nederlandse AEX index met 16,1% over de vergelijkbare periode. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 7,6% over deze periode. De gemiddelde netto long positie van het Fonds sinds de start bedroeg 53% per eind juni 2014. Het risico gecorrigeerde rendement, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg 0,24 voor het Fonds tegen 0,78 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,48 voor Nederlandse aandelen.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	H1 2014	Cumulatief sinds start	Volatility	Sharpe
EOF	19.5	17.6	-21.7	-0.8	25.2	3.7	42	15.8%	0.24
L/S Equity	19.3	8.1	-7.5	5.8	17.0	2.9	56	7.6%	0.78
AEX	40.8	5.7	-11.9	9.7	17.2	2.8	88	16.1%	0.48
Stoxx 600	38.0	8.6	-11.3	14.4	17.4	4.1	98	13.7%	0.71

De Netto Vermogenswaarde per participatie van het Fonds steeg in het eerste helft van 136,65 naar 141,64. Onder andere de volgende aandelenposities droegen bij aan dit resultaat van het Fonds: Numericable (+63%), Ion Beam (+47%), ASML (+9%) en BAM (+7%). Negatief droegen bij posities in SBM Offshore (-20%), PostNL (-17%) en D'Ieteren (-15%).

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van enkele posities.

SNS Reaal

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

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

In het slechtste scenario, faillissement of ontbinding, zouden aandeelhouders SNS Reaal niets overhouden. Mocht de OK besluiten de schadeloosstelling op 0 cent per aandeel vast te stellen dan zou dit per einde halfjaar 2014 een positieve impact van circa 0,8% 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 1,9% op de NAV van het Fonds per 30 juni 2014 hebben gehad.

APERAM

Het Fonds heeft in juni een positie genomen in Aperam, actief in roestvrijstaal en nikkel legeringen. Deze positie van het Fonds is ingegeven vanwege de mogelijkheden van de onderneming de winst aanzienlijk te verhogen. Gegeven de hoge compensabele verliezen zal dit direct leiden tot een aanzienlijke vrije kasstroom, waarbij niet uitgesloten kan worden dat de onderneming volgend jaar weer dividend gaat betalen.

Aperam heeft een fors kostenbesparingsprogramma ingezet, waarbij de onderneming productie in Europa hergroepeert en onrendabele fabrieken sluit. Dit leidt tot een kostenvoordeel en stelt de onderneming in staat om marktaandeel te winnen. Daarnaast verbetert de aanbod en vraagverhouding zich structureel in Europa, door het verminderen van de capaciteit. Deze situatie zou nog verder kunnen verbeteren, aangezien op 26 juni de Europese Commissie bekend heeft gemaakt dat zij een onderzoek gaat instellen naar de dumping van roestvrij staal in de EU door Chinese en Taiwanese producenten. Daardoor kunnen importen vanuit Azië tegen lage prijzen verder afnemen. Daarnaast is de nikkelprijs met 37% gestegen sinds het begin van het huidige jaar als gevolg van exportbeperkingen vanuit Indonesië. Marktpartijen vullen voorraden aan tegen oplopende prijzen en lopen vooruit op een mogelijk verdere prijsstijging. Vooral Chinese ondernemingen ondervinden hier last van. Gegeven het karakter van het business model van Aperam met relatief hoge vaste kosten leiden hogere afzetprijzen, aantrekkende volumes en kostenbesparingen tot een sterke stijging van de winst. Dit zal zich naar verwachting de komende periode doorzetten.

De onderneming heeft eind juni een converteerbare obligatielening geplaatst met een rente van 0,62% en een conversiepremie van 33%, waarvan de opbrengst naar verwachting gebruikt zal worden om hoogrentende schulden af te lossen. De rentelasten zullen daarom in 2014 en 2015 lager uitpakken.

Aperam noteert vooralsnog op een waardering van slechts 6 keer EV/Ebitda 2015, bijna dertig procent lager dan concurrenten Acerinox en Outokumpu. Analisten hebben hun koerstarget omhoog bijgesteld richting €40 per aandeel, 62% boven het slot van juni.

Ion Beam

Het Fonds berichtte eerder over de positie in Ion Beam, de wereldmarktleider in de ontwikkeling, productie en verkoop van systemen voor protontherapie. De onderneming implementeert een strategie van focus op de kernactiviteiten. Niet-kernactiviteiten zijn verkocht en het bestaande product voor protontherapie is sterk verbeterd. Tot heden is de markt voor protontherapie slechts een klein segment van de totale markt voor radiotherapie. Hoewel de resultaten van protontherapie voor patiënten aanzienlijk beter zijn dan conventionele systemen verloopt de adoptie tot nu toe langzaam. Ziekenhuizen lopen aan tegen hoge aanvangsinvestering van circa €100 miljoen per systeem van vier kamers. Echter, Ion Beam heeft het systeem nu weten te vereenvoudigen tot een kamer, waarbij het mogelijk is een modulaire oplossing aan te bieden met een initiële investering van €30 miljoen per systeem. Deze stap verlaagt de barrière voor ziekenhuizen en kan de potentiële markt flink vergroten.

De onderneming lijkt zich daarom op een kantelpunt te bevinden, waarbij een aanzienlijk groeipotentieel bestaat. Ten tijde van de publicatie van de 2013 jaarcijfers in het eerste kwartaal gaf de onderneming aan circa € 1 miljard aan tenders voor nieuwe projecten te hebben lopen. Dit verhoudt zich tot een jaarlijkse omzet van € 213 miljoen in 2013. De onderneming kan daarbij langjarige onderhoudscontracten aanbieden, waardoor de kwaliteit van de omzet aanzienlijk verbetert. In juni maakte de onderneming bekend te zijn geselecteerd om als preferred vendor een protontherapiecentrum aan het Universitair Medisch Centrum in Groningen te mogen leveren. De waarde van dit contract is hoger dan € 50 miljoen, waarbij tevens een langjarig onderhoudscontract zal worden afgesloten. De doelstelling van het management een omzetgroei van 5 à 10% en een verbetering van de operationele marge naar 10% in 2014 lijkt dan ook een begin voor meer groei in de komende jaren. Tegelijkertijd blijft Ion Beam nog een onderbelicht aandeel waarbij slechts drie analisten het fonds volgen.

SBM Offshore

Het koersverloop van het aandeel verliep onstuimig in het eerste helft van het jaar en eindigde deze periode met een daling van 20%. De ontwikkelingen rondom de uitkomst van het interne onderzoek over vermeende ongeoorloofde verkooppraktijken van SBM in het verleden domineerde deze koersbewegingen. Het management is sinds begin 2012 een onderzoek gestart naar deze vermeende praktijken en heeft dit gemeld aan het Nederlandse Openbaar Ministerie en de US Department of Justice. De resultaten van dit onderzoek zijn gedeeld met beide instanties en de onderneming heeft veel stappen gezet om de interne ethiek en compliance te versterken. In februari daalde de koers van SBM van € 14 naar iets boven de € 10 na publicatie van documenten op Wikipedia door een ex-werknemer waarin werd gesuggereerd dat SBM dergelijke verkooppraktijken ook had toegepast bij een belangrijke klant in Brazilië, Petrobras. Dit vormde aanleiding voor Petrobras om een eigen intern onderzoek te starten. Eind maart maakte Petrobras bekend geen aanwijzingen voor malversaties te hebben gevonden. Hierna herstelde de koers zich weer.

Echter de koers zette de daling weer in na een opmerking van de CEO van Petrobras voor het externe comité van het parlement in Brazilië dat onderzoek verricht naar misstanden bij Petrobras. Daarin gaf de CEO aan dat zolang het onderzoek van deze commissie nog niet is afgerond, SBM niet kan meedingen naar nieuwe orders. Ze voegde onder ede daaraan toe dat er geen onregelmatigheden met projecten van SBM waren geconstateerd en dat Petrobras een lange en goede relatie heeft met de onderneming.

Het Fund heeft de positie op lage niveaus vergroot. De koers hield naar de mening van de Beheerder rekening met een forse boete, gereflecteerd in schattingen van analisten van circa US\$ 500 miljoen. Analisten verlaagden koersdoelen met enkele Euro's richting €15 per aandeel; circa 30-40% hoger dan de lage koersen eind juni. Tegelijkertijd zijn de middellange termijnfundamenten voor SBM gunstig te noemen. Het management heeft schoon schip gemaakt met oude probleemprojecten. Er bestaat veel vraag naar drijvende olie- en gasplatformen voor diep water en het orderboek is op recordniveau. De winstgevendheid zal zich na 2014 kunnen verbeteren, terwijl de waardering door alle genoemde perikelen en dreigende boete laag is. De koers van het aandeel biedt daardoor aanzienlijk opwaarts potentieel.

Numericable

Het Fonds heeft sinds november 2013 een positie in de Franse kabelonderneming Numericable. Deze onderneming levert TV, internet, vaste en mobiele telefonie en video-on-demand aan zakelijke en particuliere klanten. De onderneming heeft zich de afgelopen periode ontwikkeld van een TV aanbieder naar een telecom bedrijf met een breed productenaanbod op het gebied van TV, internet en telefonie. Daarbij lag de focus op consolidatie, kostenverlaging, productverbetering en -verbreding. Het groeipotentieel lijkt aanzienlijk, aangezien slechts 13% van de aangesloten huishoudens van Numericable ook daadwerkelijk producten afneemt. Ter vergelijking, bij Ziggo neemt 64% van de aangesloten huishoudens ook producten af.

In april maakte Vivendi bekend dat na een spannende biedingstijd Société Française de Radiotéléphonie (SFR) met de combinatie Altice/Numericable in zee gaat. Beide ondernemingen zullen na goedkeuring door de autoriteiten en afronding van de acquisitie de activiteiten samenvoegen. Dit zal leiden tot een comfortabele marktpositie en aanzienlijke synergievoordelen die kunnen oplopen tot € 5 à 10 miljard. De synergievoordelen die topman Draghi aangeeft van € 10 miljard zijn zo groot dat veel analisten slechts circa € 5 miljard meenemen in hun berekeningen. Verder heeft Altice/Numericable voor € 7,9 miljard obligaties geplaatst voor de overname van SFR en de herfinanciering van bestaande schulden, waarbij gunstige voorwaarden tot stand zijn gekomen zoals een 1% lagere coupon rente en bijna een verdubbeling van de looptijd naar circa acht jaar.

Het Fonds heeft de aandelenpositie die gedurende het eerste kwartaal in 2014 op lage niveaus was bijgekocht naar aanleiding van de speculatie rondom de overname van SFR, na bekendmaking van de overname op een beduidend hoger niveau deels verkocht. De belangrijkste reden hiervoor vormde de grote aandelenplaatsing in Numericable die nog staat gepland voor de tweede helft van het jaar. Echter, het Fonds behoudt nog een aanzienlijke exposure naar de combinatie. De waardering van het aandeel biedt beduidend opwaarts potentieel. Analisten hebben in mei in diverse rapporten de koersdoelen van het aandeel aanzienlijk opwaarts bijgesteld tot boven de € 50 per aandeel, waarbij analisten uitgaan van slechts 50% van de geprognosticeerde synergiën van het management.

POST NL

Na eerder in het jaar enigszins tegenvallende vooruitzichten bekend gemaakt te hebben waarop de koers daalde, veerde deze in het tweede kwartaal weer op. In het eerste kwartaal van 2014 ontwikkelde de cashflow zich beter dan verwacht. De impact van kostenbesparingen verraste positief. Verder houdt PostNL nog 14,8% van de aandelen TNT Express. De lock-up op dit belang liep af op 4 juni 2014. De koers van TNT Express noteerde eind juni circa € 6,61, terwijl PostNL afgelopen december haar belang in TNT Express reduceerde op € 6,20. Een verdere reductie zou de lage waardering van de onderliggende business van PostNL verder onder aandacht brengen. De beheerder verwacht dat verdergaande kostenverlagingen de impact van dalende postvolumes zullen mitigeren, dat de volumes in pakketpost zullen blijven groeien en het herstel in de winstgevendheid zal doorzetten. De waardering is met 4,9 x 2015 EV/ebitda en een 2015 koerswinstverhouding van 7,2 aantrekkelijk, zeker in vergelijking met branchegenoten.

ASML

Het Fonds heeft medio april een positie genomen in ASM Lithography. Nadat de onderneming haar korte termijn vooruitzichten voor de komende kwartalen naar beneden heeft bijgesteld en duidelijk heeft gemaakt dat de stap naar volumeproductie in haar nieuwe EUV technologie nog wel even op zich zal laten wachten, liggen de verwachtingen op een laag niveau. Een vertraging van de commerciële uitrol van de nieuwe EUV technologie hoeft niet noodzakelijkerwijs ongunstig te zijn voor de resultaten van ASML. Klanten zullen machines afnemen op basis van de huidige technologie, die zullen worden uitgeleverd tegen goede marges. Daarbij wordt de overgang naar EUV door klanten alsnog later gemaakt. De oppermachtige marktpositie van ASML maakt dat haar klanten niet om de onderneming heen kunnen. Met de nieuwste EUV technologie tendert ASML naar een monopolistische marktpositie. Dit biedt ASML de potentie om aanzienlijke omzetgroei te realiseren en margeverbetering. De waardering van de onderneming ligt op een niveau dat haar groeipotentieel onderschat.

BAM

Het Fonds had gedurende het eerste helft van het jaar een positie in het aandeel BAM. Eind november 2013 heeft BAM een claimemissie succesvol afgerond op € 3,50. De kapitaalsverhoging geeft BAM een meer solide financiële positie en een beter uitgangspunt om grootschalige publiek-private projecten (PPP) te winnen in haar thuismarkten. De zogenaamde PPP projecten vormen een belangrijke bron voor multidisciplinaire dienstverlening waarin BAM zich ten opzichte van lokale bouwers goed kan onderscheiden. Daarnaast bestaat de verwachting dat het dieptepunt in de Nederlandse nieuwbouw woningmarkt in 2014 is bereikt. Volumes in de bouw zullen naar verwachting vanaf 2014 een dieptepunt bereiken en groeien vanaf 2015. De eerste tekenen zijn gunstig, zo zijn de verkopen van koopwoningen met 40% in het eerste helft van het jaar gestegen. Ook de prijzen van bestaande woningen laten een opgaande trend zien en waren 3,5% hoger dan een jaar eerder. BAM heeft een aanzienlijke grondpositie, ter waarde van meer dan € 1 miljard. Dit verhoudt zich tot een marktkapitalisatie van BAM van €970m per eind juni. Zodra BAM in staat is huizen op eigen grond te verkopen ontstaat er een aanzienlijke vrije kasstroom.

Vooruitzichten

De beheerder ziet kansen in de huidige aandelenmarkt. De ECB met haar ruime monetaire beleid ondersteunt de huidige financiële markten. De effectieve rente op obligaties heeft een historisch laagtepunt bereikt. Voor beleggers bestaan daarom beperkte mogelijkheden om een aantrekkelijk rendement te behalen in rentedragende titels. Tegen de achtergrond van een zich langzaam verbeterende economische ontwikkeling zijn beleggers bijna genoodzaakt een hogere aandelenweging in hun beleggingsportefeuilles in overweging te nemen wat leidt tot een kapitaalsstroom richting de aandelenmarkt. Wel nemen de geopolitieke spanningen toe. Het is de vraag of de aandelenbeurzen deze ontwikkelingen blijven negeren. Bedrijven zijn thans goed gekapitaliseerd en hebben ruime liquide middelen voorhanden. Dit biedt kansen voor terugkoop van aandelen of overnames. Ook het segment van mid- en small caps biedt het economische herstel kansen. Tegelijkertijd zijn aandelenkoersen (deels) vooruitgelopen op winstherstel van bedrijven, voor de AEX taxeren analisten een gemiddelde operationele winstgroei voor afschrijvingen van 5,7% in 2014 en 9% in 2015. Het is van belang dat deze geprojecteerde winstgroei van bedrijven zich materialiseert.

Amsterdam, 15 augustus 2014

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

Financieel Verslag

European Opportunities Fund

Balans

(voor resultaatbestemming)

	Toelichting	30-06-2014 EUR	31-12-2013 EUR
Beleggingen			
Aandelen	(4.1)	13.451.143	10.560.389
Opties	(4.2)	-	-
		<u>13.451.143</u>	<u>10.560.389</u>
Vorderingen			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties	(5.1)	-	-
Overige vorderingen en overlopende activa	(5.2)	266.918	241.643
		<u>266.918</u>	<u>241.643</u>
Overige activa			
Immateriële vaste activa	(6.1)	-	2.329
Liquide middelen	(6.2)	1.691.448	2.998.156
		<u>1.691.448</u>	<u>3.000.485</u>
Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar)			
Schulden aan kredietinstellingen	(7.1)	-	-
Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties	(7.2)	898.573	131.437
Schulden uit hoofde van nog uit te geven stukken	(7.3)	-	-
Overige schulden en overlopende passiva	(7.4)	52.029	40.721
		<u>950.602</u>	<u>172.158</u>
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden		<u>1.007.764</u>	<u>3.069.970</u>
Uitkomst van activa min kortlopende schulden		<u>14.458.907</u>	<u>13.630.359</u>
Beleggingen (Shortposities)			
Aandelen	(8.1)	704.905	756.992
Opties	(8.2)	-	-
		<u>704.905</u>	<u>756.992</u>
Eigen vermogen			
Participatiekapitaal	(9.1)	9.547.151	9.157.301
Wettelijke reserve	(9.2)	-	2.329
Algemene reserve	(9.3)	3.716.066	1.145.137
Onverdeeld resultaat	(9.4)	490.785	2.568.600
		<u>13.754.002</u>	<u>12.873.367</u>
Netto Vermogenswaarde per participatie		<u>141,64</u>	<u>136,65</u>

Winst- en verliesrekening

		01-01-2014	01-01-2013
		30-06-2014	30-06-2013
	Toelichting	EUR	EUR
Opbrengsten uit beleggingen			
Dividend	(10.1)	113.293	118.489
Interestbaten	(10.2)	<u>-</u>	<u>-</u>
		113.293	118.489
Koersresultaten			
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen		899.690	646.042
Niet-gerealiseerde koersresultaten op beleggingen		-362.913	-570.193
Gerealiseerde koersresultaten op beleggingen short		-25.416	-273.405
Niet-gerealiseerde koersresultaten op beleggingen short		32.137	391.034
Gerealiseerde koersresultaten op futures		-	-
Niet-gerealiseerde koersresultaten op futures		-	-
Gerealiseerde koersresultaten op opties short		-	42.351
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden		26	<u>-667</u>
		543.524	235.162
Totale baten		<u>656.817</u>	<u>353.651</u>
Kosten			
Kosten van beheer van beleggingen	(11.1)	120.802	101.987
Kosten van de bewaarder	(11.2)	3.970	3.605
Afschrijving immateriële vaste activa		2.329	8.191
Interestkosten		3.828	11.665
Overige kosten	(11.3)	35.103	<u>33.446</u>
Totale lasten		<u>166.032</u>	<u>158.894</u>
Beleggingsresultaat		<u>490.785</u>	<u>194.757</u>

Kasstroomoverzicht

	01-01-2014 30-06-2014 EUR	01-01-2013 30-06-2013 EUR
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Opbrengsten uit beleggingen	490.785	194.757
Koersresultaat	-543.524	-235.162
Afschrijving immateriële vaste activa	<u>2.329</u>	<u>8.191</u>
Direct beleggingsresultaat	<u>-50.410</u>	<u>-32.214</u>
Aankopen	-11.874.692	-18.650.910
Verkopen	<u>9.475.349</u>	<u>18.378.646</u>
	-2.399.343	-272.264
Gerealiseerd koersresultaat op futures	-	-
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden	<u>26</u>	<u>-667</u>
	26	-667
Mutatie kortlopende vorderingen	-25.275	-21.026
Mutatie kortlopende schulden	<u>778.444</u>	<u>-12.491</u>
	<u>753.169</u>	<u>-33.517</u>
<i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i>	-1.696.558	-338.662
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij geplaatste participaties	434.925	-
Betaald bij inkoop participaties	<u>-45.075</u>	<u>-1.490.938</u>
<i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i>	389.850	-1.490.938
Netto mutatie geldmiddelen	-1.306.708	-1.829.600
Geldmiddelen 1 januari	<u>2.998.156</u>	<u>1.623.917</u>
Netto geldmiddelen 30 juni	<u>1.691.448</u>	<u>-205.683</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 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 uittreding

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

De participanten betalen voor elke toetreding, uittreding, of overboeking mutatiekosten ten bedrage van Euro 25 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. Voornamelijk is de ingehouden bronbelasting als vordering opgenomen.

Toelichting op de balans

	30-06-2014	31-12-2013
	EUR	EUR
Beleggingen (4)		
<i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i>		
Stand begin boekjaar	10.560.389	12.243.171
Aankopen	11.819.081	22.801.517
Verkopen	-9.465.104	-27.228.341
Gerealiseerd koersresultaat	899.690	1.783.991
Ongerealiseerd koersresultaat	<u>-362.913</u>	<u>960.051</u>
Stand 30 juni	<u>13.451.143</u>	<u>10.560.389</u>
Historische kostprijs	12.310.638	9.056.971
<i>Mutatieoverzicht opties (4.2)</i>		
Stand begin boekjaar	-	-
Aankopen	-	-
Verkopen	-	-12.369
Gerealiseerd koersresultaat	-	12.369
Ongerealiseerd koersresultaat	<u>-</u>	<u>-</u>
Stand 30 juni	<u>-</u>	<u>-</u>
Historische kostprijs	-	-
Vorderingen (5)		
<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	260.989	241.643
Te vorderen dividend	-	-
Vooruitbetaalde kosten	<u>5.929</u>	<u>-</u>
	<u>266.918</u>	<u>241.643</u>
Overige activa (6)		
<i>Immateriële vaste activa (6.1)</i>		
Stand begin boekjaar	2.329	18.846
Afschrijving immateriële vaste activa	<u>-2.329</u>	<u>-16.517</u>
Stand 30 juni	<u>-</u>	<u>2.329</u>
Cumulatieve afschrijving op immateriële vaste activa	82.629	80.300
<i>De post immateriële vaste activa betreft de activering van de kosten van oprichting en introductie per 18 februari 2009.</i>		
<i>Liquide middelen (6.2)</i>		
Dit betreft het positieve saldo op de rekening courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank. Hiervan staat een bedrag van EUR 938.068, 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)		
<i>Schulden aan kredietinstellingen (7.1)</i>		
Het opgenomen bedrag is het debetsaldo future-margin-account van het Fonds.		

Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties (7.2)

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

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

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

	30-06-2014	31-12-2013
	EUR	EUR
<i>Overige schulden en overlopende passiva (7.4)</i>		
Nog te betalen vermogensbeheervergoeding	17.171	16.096
Nog te betalen performance fee	20.391	-
Nog te betalen bewaarloon	2.913	9.058
Nog te betalen bewaardersvergoeding	504	557
Nog te betalen kosten participantenadministratie	800	700
Nog te betalen administratiekosten	2.500	2.500
Nog te betalen publiciteitskosten	796	18
Nog te betalen accountantskosten	3.714	8.461
Nog te betalen toezichtskosten	2.961	3.331
Nog te betalen advieskosten	-	-
Nog te betalen overige algemene kosten	279	-
	52.029	40.721
Beleggingen shortposities (8)		
<i>Mutatieoverzicht aandelen shortposities (8.1)</i>		
Stand begin boekjaar	756.992	2.074.157
Verkopen	10.245	5.347.580
Aankopen	-55.611	-6.717.874
Gerealiseerd koersresultaat op aandelen	25.416	256.396
Ongerealiseerd koersresultaat op aandelen	-32.137	-203.267
Stand 30 juni	704.905	756.992
Historische kostprijs	613.953	633.903
<i>Mutatieoverzicht opties shortposities (8.2)</i>		
Stand begin boekjaar	-	-
Verkopen	-	36.490
Aankopen	-	-6.508
Gerealiseerd koersresultaat op opties	-	-29.982
Ongerealiseerd koersresultaat op opties	-	-
Stand 30 juni	-	-
Historische kostprijs	-	-

		30-06-2014	31-12-2013
		EUR	EUR
Eigen vermogen (9)			
<i>Participatiekapitaal (9.1)</i>			
Stand begin boekjaar	94.204	9.157.301	10.840.473
Geplaatst	3.223	434.925	1.409.925
Ingekocht	<u>-323</u>	<u>-45.075</u>	<u>-3.093.097</u>
Stand 30 juni	<u>97.104</u>	<u>9.547.151</u>	<u>9.157.301</u>
<i>Wettelijke reserve (9.2)</i>			
Stand begin boekjaar		2.329	18.846
Toegevoegd aan algemene reserve		<u>-2.329</u>	<u>-16.517</u>
Stand 30 juni		<u>-</u>	<u>2.329</u>
<i>De wettelijke reserve heeft betrekking op de geactiveerde oprichtingskosten en is gevormd ten laste van de algemene reserve.</i>			
<i>Algemene reserve (9.3)</i>			
Stand begin boekjaar		1.145.137	1.287.659
Ontrokken aan onverdeeld resultaat		2.568.600	-159.039
Ontrokken aan wettelijke reserve		<u>2.329</u>	<u>16.517</u>
Stand 30 juni		<u>3.716.066</u>	<u>1.145.137</u>
<i>Onverdeeld resultaat (9.4)</i>			
Stand begin boekjaar		2.568.600	-159.039
Toegevoegd aan algemene reserve		-2.568.600	159.039
Resultaat lopend boekjaar		<u>490.785</u>	<u>2.568.600</u>
Stand 30 juni		<u>490.785</u>	<u>2.568.600</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.

	01-01-2014 30-06-2014 EUR	01-01-2013 30-06-2013 EUR
Kosten (11)		
<i>Kosten van beheer van beleggingen (11.1)</i>		
Performance fee	20.391	-
Vermogensbeheervergoeding	99.884	83.256
Overige beheerkosten	527	18.731
	<u>120.802</u>	<u>101.987</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.

	01-01-2014 30-06-2014 EUR	01-01-2013 30-06-2013 EUR
• Overige kosten (11.3)		
Kosten participantenadministratie	2.925	3.267
Advieskosten	2.500	1.240
Administratiekosten	15.000	15.550
Accountantskosten	6.695	5.951
Bijdrage WTB	6.942	6.942
Publiciteitskosten	1.041	496
Overige algemene kosten	-	-
	<u>35.103</u>	<u>33.446</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>	Werkelijk	Prospectus	% Afwijking
Performance fee	20.391	20.391	0,00%
Beheervergoeding	99.884	99.884	0,00%
Administratiekosten	15.000	15.000	0,00%
Kosten bewaarder	3.970	3.970	0,00%
	139.245	139.245	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 2014 bedraagt: 1,23% - geannualiseerd 2,45% (2013: 1,32% - geannualiseerd 2,63%).

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 2014 bedraagt: 158% - geannualiseerd 315% (2013: 318% - geannualiseerd 636%).

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 € 45.257.

Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

Administratievoering

De administratie is uitbesteed aan CACEIS Bank Luxembourg Amsterdam Branch. Zij voert de administratie voor het Fonds, waaronder het verwerken van alle beleggingstransacties, het verwerken van de inkomsten en uitgaven en het opstellen van de dagelijkse netto vermogenswaarde. Tevens stelt zij, onder verantwoordelijkheid van de beheerder, het halfjaarbericht en de jaarrekening van het Fonds op. De administrateur ontvangt een vergoeding van minimaal EUR 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, 15 augustus 2014

De beheerder

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