

Jaarbericht 2015

European Opportunities Fund



Inhoudsopgave

Ontwikkeling European Opportunities Fund	3
Profiel	4
Verslag beheerder	5
Financieel verslag	
Balans	16
Winst- en verliesrekening	17
Kasstroomoverzicht	18
Toelichting	
- algemeen	19
- op de balans	24
- op de winst en verliesrekening	27
- overige	29
Portefeuilleverdeling	31
Overige gegevens	32
Fiscale aspecten	36

Algemene informatie

European Opportunities Fund

Fiscale Beleggingsinstelling, opgericht in 2009
Johannes Vermeerstraat 14
1071 DR Amsterdam
Telefoon 020-5703045
www.go-capital.nl

Adviseur

FM&I BV
Monnikevenne 38
1141 RL Monnickendam

Beheerder

Global Opportunities (GO) Capital Asset Management B.V.
Johannes Vermeerstraat 14
1071 DR Amsterdam

Bewaarder

KAS Trust & Depositary Services B.V.
Nieuwezijds Voorburgwal 225
1012 RL Amsterdam

Depotbank

KAS Bank N.V.
Spuistraat 172
1012 VT Amsterdam

Bankrelatie

KAS Bank N.V.
Spuistraat 172
1012 VT Amsterdam

Accountant

Ernst & Young Accountants LLP
Antonio Vivaldistraat 150
1083 HP Amsterdam

Administrateur

CACEIS Bank Luxembourg
Amsterdam Branch
Gustav Mahlerlaan 310-B
1082 ME Amsterdam

Fiscaal en Juridisch adviseur

Clifford Chance LLP
Droogbak 10
1013 GE Amsterdam

Fiscaal adviseur

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP
Antonio Vivaldistraat 150
1083 HP Amsterdam

Juridisch eigenaar

Stichting Bewaarder European Opportunities Fund
Gustav Mahlerlaan 310-B
1082 ME Amsterdam

Ontwikkeling European Opportunities Fund

	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013
Netto vermogenswaarde EUR x 1.000			
Netto vermogenswaarde volgens balans	16.289	15.170	12.873
Aantal uitstaande participaties per ultimo boekjaar	101.495	100.695	94.204
Netto vermogenswaarde per participatie EUR	160,49	150,66	136,65
Uitkering per participatie EUR	-	-	-
	01-01-2015	01-01-2014	01-01-2013
	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013
Winst- en verliesrekening EUR x 1.000			
Opbrengsten uit beleggingen	309	120	157
Koersresultaten	1.401	1.908	2.732
Kosten	-788	-630	-321
Totaal beleggingsresultaat	<u>922</u>	<u>1.398</u>	<u>2.568</u>
	01-01-2015	01-01-2014	01-01-2013
	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013
Winst- en verliesrekening per participatie EUR			
Gemiddeld aantal uitstaande participaties	102.153	97.448	96.935
Opbrengsten uit beleggingen	3,02	1,24	1,62
Koersresultaten	13,71	19,58	28,18
Kosten	-7,72	-6,46	-3,31
Totaal beleggingsresultaat	<u>9,01</u>	<u>14,36</u>	<u>26,51</u>

Profiel

Het European Opportunities Fund is een open-end beleggingsfonds voor gemene rekening. Een fonds voor gemene rekening is geen rechtspersoon met een afgescheiden vermogen, maar een overeenkomst tussen de beheerder, de bewaarder en de participanten in het fonds, 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 European Opportunities Fund heeft veel kenmerken van een long/short aandelen hedge fonds, maar mag tevens investeren in andere financiële instrumenten. Het European Opportunities Fund kent een opportunistische en flexibele aanpak om in te kunnen spelen op long en short kansen waar ze ook verschijnen. De beleggingsstijl kenmerkt zich veelal door de focus op slechts een beperkt aantal ondernemingen in een beperkt geografisch gebied in Europa. Het European Opportunities Fund richt zich op het behalen van een positief rendement, ongeacht de marktomstandigheden. Doelstelling is het behalen van een jaarlijks gemiddeld rendement van 15% na aftrek van alle kosten.

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

Daarnaast belegt het European Opportunities Fund in aandelen of financiële markten, wanneer er sprake is van een vermeende overreactie ofwel stress. Verder neemt het European Opportunities Funds 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 European Opportunities Fund heeft een portefeuille met daarin veelal tussen de tien en dertig posities.

Risico

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

Verslag beheerder

Algemeen

We hebben het genoegen u hierbij het jaarbericht 2015 van het European Opportunities Fund aan te bieden. Het afgelopen jaar behaalde het European Opportunities Fund een netto rendement van +6,5%. De gemiddelde netto long positie bedroeg gedurende het jaar 99%.

Het European Opportunities Fund heeft in 2015 beter gepresteerd dan twee van haar benchmarks; de Nederlandse aandelenindex (AEX index) en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) stegen met +4,1% en 3,1% respectievelijk. De Stoxx Europe 600 Index nam toe met +6,8%.

Financiële en economische achtergrond

Aandelenbeurzen stegen in Europa met circa 6,8% in 2015, de AEX met 4,1%. Amerikaanse aandelen daarentegen daalden licht, de Dow Jones index daalde met 2%. Wereldwijd daalden aandelen met circa 4%. Het jaar werd gemarkeerd door een sterk begin van Europese aandelenbeurzen, waarbij de AEX in april de 500 puntengrens doorbrak en een koersrendement behaalde van ruim 20% sinds de start van 2015. De maatregelen van de ECB schiepen een gunstig klimaat voor aandelen. Echter, gedurende het jaar keerde het sentiment en ontstonden toenemende zorgen in eerste instantie vanwege Griekenland en vervolgens omtrent de groei van de Chinese economie. De plotselinge devaluatie van de Chinese munteenheid de yuan in augustus vormde de aanleiding voor een scherpe correctie op wereldwijde aandelenbeurzen. De AEX bereikte in augustus intraday een dieptepunt van 401 punten, wat op dat moment een daling in de maand augustus van 19% en een daling van 5% sinds de start van het jaar impliceerde. Hiermee werd in augustus de gehele jaarwinst teniet gedaan. Ook commodity prijzen lieten stevige dalingen zien. Zo daalde de olieprijs met meer dan 40% in 2015, maar ook metalen zoals koper en zink verloren flink terrein.

De Europese Centrale Bank (ECB) kondigde eind januari 2015 een programma van grootschalige kwantitatieve verruiming aan om de economische groei en inflatie in Europa aan te wakkeren. De ECB koopt maandelijks €60 miljard staatsschuld en private schuld op bij banken tot een totaal van ruim €1000 miljard. Dit programma zou initieel tot september 2016 lopen. De ECB behoudt zich de mogelijkheid voor om het programma te verlengen, indien de inflatie niet voldoende richting de doelstelling van 2% stijgt. Hiermee vergroot de ECB de geldhoeveelheid en krijgen banken meer geld in kas. Dit biedt ruimte voor groei van de kredietverlening aan de private sector. De uitvoering van het programma ligt grotendeels in de handen van de centrale banken van de lidstaten, waardoor het risico voor een belangrijk deel bij de individuele lidstaten komt.

De gevolgen van dit besluit op de financiële markten waren onmiskenbaar. De aandelenmarkten bereikten het hoogste punt in april met een stijging van circa 20% sinds de start van het jaar. De euro daalde naar rond de 1,10 ten opzichte van de dollar (van 1,21 eind december 2014), enerzijds vanwege het beleid van de ECB en anderzijds vanwege een verwachte rentestijging in Amerika in 2015. De zwakke euro is gunstig voor de exportpositie van Europa en bedrijven die omzet voornamelijk in dollars genereren. De Zwitserse centrale bank besloot in januari geheel onverwachts de koppeling van de franc aan de euro op 1,20 los te laten, waardoor de franc direct met meer dan 15% apprecieerde. Op de Europese obligatiemarkt bereikte de 10-jarige rente op Duits overheidsschuld een record laag niveau van 0,08% in april ten opzichte van 0,54% eind december 2014.

Deze gunstige beursontwikkeling werd vanaf april onderbroken door de politieke onrust in Griekenland. Eind juni bereikte de impasse een hoogtepunt toen de Griekse regering wegliep van de onderhandelingstafel zonder een akkoord te hebben bereikt met de financiers om vervolgens een referendum uit te roepen. Het steunprogramma van Europa aan Griekenland liep eind juni formeel af. Het sluiten van de Griekse banken, beperkt pinnen en regulering van internationaal betalingsverkeer was vervolgens onvermijdelijk.

In augustus verslechterde het sentiment op financiële markten aanzienlijk. De Chinese centrale bank paste het mechanisme voor het bepalen van de wisselkoers van de yuan aan, waardoor de yuan deprecieerde en ook andere valuta van ontwikkelingslanden verder onder druk kwamen. Beleggers maakten hieruit op dat de Chinese economie er slechter voorstond dan verwacht. Dalende Chinese aandelenmarkten waarin veel wordt belegd met geleend geld, dalende grondstofprijzen en dalende Aziatisch valuta leidden tot paniek op de aandelenmarkten. Europese aandelenmarkten stonden op een gegeven moment gedurende de maand augustus -/-19% ten opzichte van het slot van juli. Toen de Chinese overheid monetair verruimde en de rente verlaagde gecombineerd met het kopen van aandelen, wonnen aandelenmarkten een deel van het verlies terug.

De economische ontwikkeling in China en de houdbaarheid van het economische model roepen vele vraagtekens op. Er bestaan vele onduidelijkheden over de structuur van de Chinese economie, de werkelijke economische groei, de opbouw van schulden en het rendement op grote investeringen waaronder infrastructuur in de afgelopen jaren. De Shanghai Composite Index daalde met 29% in het derde kwartaal en de yuan verzwakte 2,4% na de devaluatie in augustus. Met name de groei van de producerende industrie leek in de tweede helft van het jaar verder te verzwakken richting 6%. Echter, de consument toonde zich robuust met een plus van bijna 11% voor de detailhandelsbestedingen.

Eind 2015 signaleerden verschillende indicatoren een stabilisatie van de Chinese groei, weliswaar op een lager niveau dan voorheen, waardoor metaalprijzen zich enigszins konden herstellen. Verdere monetaire en fiscale stimuleringsmaatregelen in 2016 liggen in de lijn der verwachtingen.

Geopolitieke onrust in Europa nam sterk toe. In november domineerden aanslagen het nieuws. Op 13 november verloren bij zes aanslagen in Parijs 130 mensen het leven. De aanslagen zijn opgeëist door IS. Boven Syrië haalden de Turken een Russische straaljager neer, waardoor de betrekkingen tussen dit NAVO-land en Rusland ernstig bekoelden. Het is duidelijk dat de situatie in Syrië en Iraq zeer onstabiel is. Vele partijen volgen een eigen deels verborgen agenda. Een doeltreffende aanpak om de situatie te stabiliseren, laat staan op te lossen, lijkt nog ver weg. Ook veroorzaakt de oorlog in dit gebied een toenemende stroom vluchtelingen richting Europa. Dit zet de onderlinge verhoudingen binnen Europa op scherp.

De actuele geharmoniseerde inflatie in Europa liet aanvankelijk in 2015 een lichte kentering zien. Zo daalde het prijspeil nog in januari met 0,6%, echter gedurende het jaar was de verandering van het prijspeil jaar op jaar gestegen naar +0,2%. Echter, de inflatie zwakte weer af richting 0% mede vanwege de sterk dalende olieprijs. De ECB hanteert een doelstelling van +2% per jaar. Dit maakt de schuldenlast van overheden gemakkelijker hanteerbaar en voorkomt een voor de economie potentieel destructieve deflatie spiraal. De dalende inflatie verhoogt de druk op de centrale bank om de monetaire maatregelen te versnellen.

Desalniettemin vielen de monetair verruimende maatregelen die de ECB op 3 december aankondigde de financiële markten tegen. Deze hadden na de vele hints van diverse ECB leden in de voorafgaande periode gehoopt dat de ECB het maandelijkse opkoopprogramma van €60 miljard zou verhogen. In plaats daarvan verlengde de ECB het opkoopprogramma met zes maanden tot maart 2017. Ook zal de ECB aflopende obligaties herinvesteren in nieuwe obligaties, waardoor langer extra liquiditeit wordt geboden. Daarnaast verlaagde de ECB de depositorente die banken verkrijgen op hun tegoeden bij de ECB naar -0,3%. Dit maakt het onaantrekkelijker voor banken om tegoeden bij de ECB aan te houden.

De Europese economische indicatoren wezen op een gematigde economische groei van 1,6% in 2015 en inflatie van rond de 0%. Het ruime monetaire beleid, de lage olieprijs en de depreciatie van de euro zouden deze groei moeten ondersteunen. De werkloosheid toonde een verdere langzame verbetering gedurende het jaar en daalde met circa 100 basispunten naar 10,5% eind 2015.

De groei van de economie in de Verenigde Staten viel in het eerste kwartaal van 2015 nog tegen met +0,6%, deels door een strenge winter, maar ook als gevolg van een sterkere dollar, toegenomen besparingen bij consumenten en minder investeringen in de energiesector. In de rest van het jaar trok deze echter weer aan naar +2,4%, vooral door de gunstige ontwikkeling van de consumentenuitgaven. De werkloosheid is beduidend lager dan in Europa met 4,7%.

Op 16 december verhoogde de centrale bank van de Verenigde Staten (FED) de rente met 0,25%. Dit was de eerste verhoging sinds de start van de financiële crisis zeven jaar geleden en markeert het einde van een periode van bijzondere monetaire verruiming. De FED gaf in een toelichting aan dat de Amerikaanse economie bescheiden groeit, consumenten besteden meer, bedrijfsinvesteringen ontwikkelen zich positief en de huizenmarkt herstelt verder. De FED gaf aan verdere normalisering van het beleid en aanvullende renteverhogingen te verwachten in 2016.

Beleggingsbeleid

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

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

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

Performance

Per 31 december 2015 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie 160,49, een stijging van 6,5% ten opzichte van de waarde per 31 december 2014. In 2015 bedroeg de gemiddelde netto long positie 99%. Het European Opportunities Fund heeft gedurende 2015 hoofdzakelijk belegd in de in Benelux genoteerde aandelen.

Tabel 1: Maandelijks netto rendement European Opportunities Fund (%)

Jaar	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar	Cum
2009		0.0	0.5	1.0	1.1	-1.1	5.8	3.6	2.8	-0.4	0.0	5.1	19.5	19.5
2010	-0.6	-2.5	6.1	-1.0	-3.7	-1.3	3.1	-5.2	9.5	8.2	4.3	0.8	17.6	40.5
2011	-0.8	4.9	1.5	-0.2	-3.3	-10.1	-5.0	-13.7	-7.4	2.3	1.0	9.0	-21.7	10.1
2012	7.5	7.1	-1.5	-4.7	-3.3	-3.2	-6.3	-0.6	-5.4	1.0	1.8	8.2	-0.8	9.2
2013	-2.4	-2.1	1.7	3.0	6.5	-4.3	8.8	3.2	1.8	1.9	4.2	1.2	25.2	36.7
2014	-2.3	-0.4	2.7	2.2	2.3	-0.7	-2.1	1.6	3.0	-3.9	6.1	1.9	10.3	50.7
2015	3.9	10.2	5.5	0.2	1.1	-5.2	1.1	-9.8	-5.8	1.3	1.2	4.3	6.5	60.5

Het European Opportunities Fund heeft in 2015 beter gepresteerd dan de Nederlandse aandelenindex (AEX index) en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index), welke stegen met respectievelijk +4,1% en 3,1%. De Stoxx Europe 600 Index nam met +6,8% in waarde toe.

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

	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar
EOF	3.9	10.2	5.5	0.2	1.1	-5.2	1.1	-9.8	-5.8	1.3	1.2	4.3	6.5
L/S Equity	0.3	2.0	-0.5	-0.1	2.1	-0.5	1.5	-1.9	-1.2	1.7	-0.2	-0.1	3.1
AEX	6.1	7.4	1.1	-0.3	1.2	-4.3	4.8	-10.1	-5.4	9.7	1.6	-5.9	4.1
Stoxx 600	7.2	6.9	1.3	-0.4	1.0	-4.6	3.9	-8.5	-4.1	8.0	2.7	-5.1	6.8

De volatiliteit van het fonds gemeten vanaf de start is 16,3%, welke in lijn is met de Nederlandse AEX index over de vergelijkbare periode. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 7,0% over deze periode. De gemiddelde netto long positie van het Fonds sinds de start tot eind 2015 bedroeg 62%. Het risico gecorrigeerde rendement, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg 0,17 voor het Fonds tegen 0,67 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,41 voor Nederlandse aandelen.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Cumulatief sinds start	Volatility	Sharpe
European Opportunities Fund	19.5	17.6	-21.7	-0.8	25.2	10.3	6.5	60	16.3%	0.17
L/S Equity	19.3	8.1	-7.5	5.8	17.0	5.1	3.1	62	7.0%	0.67
AEX	40.8	5.7	-11.9	9.7	17.2	5.6	4.1	101	16.2%	0.41
Stoxx 600	38.0	8.6	-11.3	14.4	17.4	4.4	6.8	112	14.2%	0.48

De Netto Vermogenswaarde per participatie van het Fonds steeg in 2015 van 150,66 naar 160,49. Onder andere de volgende aandelenposities droegen positief bij aan dit resultaat van het Fonds: Recticel, Fagron (short), Euronav en AMG. Negatief droegen bij: Altice, Nyrstar en Aalberts (short).

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van enkele posities.

SNS Reaal

Het Fonds heeft een nog niet afgewikkelde short positie in SNS Reaal aandelen en een long positie in RBS SNS Reaal Turbo's Short (deze totale positie is in 2015 ongewijzigd ten opzichte van eind december 2014). De afwikkeling van de turbo positie zal plaatsvinden direct na de uitspraak van de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof van Amsterdam inzake de vaststelling van de schadeloosstelling aan aandeelhouders en obligatiehouders als gevolg van de nationalisatie van SNS Reaal in februari 2013. De uitspraak wordt door de beheerder voor de zomer van 2017 verwacht.

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

In het slechtste scenario, faillissement of ontbinding, zouden aandeelhouders SNS Reaal niets overhouden. Mocht de OK besluiten de schadeloosstelling op 0 cent per aandeel vast te stellen dan zou dit per einde 2015 een positieve impact van circa 0,5% hebben gehad op de NAV van het Fonds. Echter de OK zou ook andere scenario's in ogenschouw kunnen nemen. Indien de OK de schadeloosstelling zou vaststellen op 80 cent per aandeel SNS Reaal zou dit een negatieve invloed van circa 1,4% op de NAV van het Fonds per 31 december 2015 hebben gehad.

Ordina

Het herstel van de omzetgroei in het eerste drie kwartalen van het jaar bleef nog uit. De neergaande lijn werd echter wel minder sterk. Ordina kondigde extra kostenmaatregelen aan, die €6 miljoen per jaar moeten opleveren. Dit is noodzakelijk vanwege de achterblijvende omzetonwikkeling in de overheidsmarkt vanwege een herbezinning bij de overheid over ICT projecten als gevolg van kostenoverschrijdingen en tegenvallende kwaliteit. De tijdelijke commissie ICT bij de overheid heeft voorgesteld om een bureau ICT-toetsing in te stellen. Dit bureau moet elk project van meer dan €5 miljoen toetsen op diverse criteria. Deze nieuwe manier van werken heeft voor een vertraging gezorgd in de aanbesteding van nieuwe ICT projecten. De verwachting bestaat dat op termijn deze vertraging zal worden weggewerkt.

Nadat Ordina zich in de afgelopen jaren heeft gereorganiseerd en de balans heeft opgeschoond, is de volgende fase van de investment case een aantrekkelijke omzetgroei. Echter, door bovenstaande ontwikkeling blijft dit onderdeel achter bij de verwachtingen, waardoor ook de margeverbetering vooruit is geschoven. Analisten pasten de taxaties met circa 10% neerwaarts aan. Ondanks deze tijdelijke tegenvaller blijft het potentieel van winstherstel intact. De onderneming heeft eind van het jaar geen schuld en een groot compensabel verlies, waardoor in Nederland het effectieve belastingtarief laag is. Enige operationele resultaatverbetering zal zich daarom direct omzetten in hogere cash flow. De waardering is nu zeer laag, ruim 50% onder het niveau van vergelijkbare bedrijven in de sector, met een EV/Sales multiple van 0,25, ten opzichte van de sector van 0,4-0,5. Analisten zijn over het algemeen terughoudend ten aanzien van het aandeel.

Heijmans

Heijmans publiceerde teleurstellende halfjaarcijfers. Er werd een verlies gerapporteerd van €15 miljoen op de infra activiteiten in Nederland, veroorzaakt door meerdere projecten die in het verleden in een lastige markt zijn aangenomen. Op dat moment bestond nog 20% van de orderportfolio uit deze moeilijke projecten. De projectontwikkeling en huizenbouw daarentegen lieten een herstel zien, dat zich naar verwachting zal doorzetten. Ook de buitenlandse activiteiten ontwikkelen zich conform verwachting.

De koersval van het aandeel werd versterkt door analisten welke waarschuwden dat Heijmans door de bank convenanten zou kunnen zakken. Hierdoor daalde de koers van het aandeel in augustus op een gegeven moment met bijna 50%. Het management gaf aan dat het moeilijkste punt in juni juist was gepasseerd en er een verbetering van de ratio's in de rest van het jaar zou optreden. Vanaf het laagste punt veerde het aandeel met circa 45% op.

De Nederlandse bouwmarkt lijkt de komende periode te kunnen verbeteren met name door het aantrekken van de Nederlandse huizenbouw. De utiliteitsbouw en de infra blijven lastig. Bouwbedrijven hebben een discussie opgestart met overheidsinstanties die zijn belast met het aanbesteden van grote infrastructuurprojecten met als doel een herverkaveling van risico's te bewerkstelligen. Na een aantal grote verliesprojecten (waaronder de A15 van Ballast Nedam) is het duidelijk dat risico's die bouwbedrijven niet kunnen beïnvloeden zoals het verlenen van vergunningen door overheidsinstanties niet door bouwbedrijven behoren te worden gedragen. Het is de verwachting dat marges op infraprojecten zullen verbeteren door een stringent tenderproces, focus op marge boven volume en het verminderde aanbod van capaciteit op de Nederlandse markt. Dit zal de resultaten van Heijmans in de komende tijd gaan ondersteunen. Analisten voorspellen bij 2,1% ebitmarge een winst per aandeel van €1,50 resulterend in een waardering bij de huidige koers van 5,4x de winst.

MDX Health

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

De onderneming kondigde in het najaar een acquisitie aan en organiseerde voor het eerst een dag voor institutionele beleggers. MDX heeft voor ConfirmMDx in 2015 het salesteam met 50% uitgebreid om de groei van dit product te versnellen. Door de acquisitie in september voegde de onderneming een PCA diagnostische test voor prostaatkanker toe voor vroegtijdige detectie van prostaatkanker. Dit product is gericht op een patiëntenpopulatie die zich in een eerdere fase van behandeling bevindt dan het eerste product en vullen elkaar zo aan. Daarnaast zal MDX in 2016 met een urinetest voor blaaskanker op de markt komen. De onderneming kent met deze portfolio een aantrekkelijk groeiperspectief met een potentiële marktomvang van in totaal US\$ 2,7 miljard. Deze producten kunnen met hetzelfde salesteam aan urologen worden aangeboden, waardoor synergie effecten ontstaan. Het aandeel staat nog aan het begin van de investeringscyclus. De beurswaarde is €190m, inclusief €31m liquide middelen. De onderneming tracht de bekendheid op de beurs te verbeteren, slechts twee analisten volgen het aandeel, onder andere door meer aandacht te besteden aan investor relations.

Altice

Altice heeft de laatste twee jaar flink aan de weg getimmerd door overnames van SFR en Portugal Telecom en door meerderheidsbelangen in de Amerikaanse kabelexploitanten Suddenlink en Cablevision te nemen. De laatste acquisitie van \$17,7 mld wordt naast een aandelenemissie van \$2 mrd met schuld gefinancierd (\$ 8,6 mld tegen een rente van circa 7,6%, looptijd 8 jaar, gecombineerd met de overname van schulden van Cablevision van \$5,9 mrd). De gemiddelde kostenvoet van de totale schuld van Altice komt daarmee op 6,2%. De hoge verwachte cashflow en synergievoordelen maken een financiering met veel schuld mogelijk.

Cablevision is de vierde grootste kabelexploitant in de VS en is leidend in het stedelijke New York met een hoogwaardig netwerk met 3,1m klanten. Altice verwacht binnen 18 maanden \$450m kostenvoordelen op jaarbasis te realiseren en binnen een termijn van drie jaar zelfs \$900m waardoor de winstgevendheid met circa 50% zal toenemen. Verder heeft de onderneming haar doelstellingen voor de eerdere overnames van Numericable en Suddenlink herbevestigd. Tot op heden heeft Altice haar kostenbesparingsdoelstellingen meer dan waar gemaakt.

Een zich verder consoliderende sector zal leiden tot synergievoordelen en op termijn minder prijsconcurrentie, hetgeen zich zal vertalen in hoge vrije kasstromen, waarmee schulden kunnen worden afgebouwd of het acquisitiepad vervolgd kan worden.

Bij het voortzetten van het succesvolle trackrecord van het realiseren van synergievoordelen, zal bij de huidige financieringsstructuur de aandeelhouder fors profiteren. Altice noteert op een in de sector lage 2016 EV/ebitda verhouding van 6,5. Analisten hebben koersdoelen die nu circa 80% hoger liggen. In de tweede helft van 2015 lag het aandeel vooralsnog onder druk door een aanstaande aandelenplaatsing in het terughoudende beurs sentiment.

AMG

AMG produceert hoogwaardige metalen en ontwerpt en produceert vacuümovens voor de industrie voor speciale metalen en legeringen. Deze specialistische producten worden onder andere gebruikt in de transport, de energiemarkt en infrastructuur. De koers van het aandeel stond in 2015 onder druk vanwege China en de dalende grondstoffenprijzen, maar wist zich ondanks de neergaande grondstoffenprijzen goed te herstellen in de tweede helft van het jaar. Hiermee onderkent de aandelenkoers de solide onderliggende ontwikkeling van het bedrijf.

De onderneming heeft in de afgelopen jaren een stringent kostenprogramma ingevoerd, de focus in het bedrijf verhoogd en het werkkapitaal aanzienlijk verlaagd. De onderneming publiceerde dan ook robuuste 3e kwartaal cijfers in november. De netto schuld van meer dan \$200m enkele jaren geleden is gedaald naar \$20m. Het opwaarts potentieel in de omzet en marge van het bedrijf is aanzienlijk. De vraag naar AMG's hoogwaardige producten groeit structureel en overnames behoren nu tot de mogelijkheden. De waardering biedt substantieel opwaarts potentieel met een EV/EBITDA verhouding van 5,5x 2016, een discount van 40-50% ten opzichte van vergelijkbare bedrijven.

Fagron (short)

Fagron is een Belgisch bedrijf dat zich richt op farmaceutische bereidingen voor apotheken en ziekenhuizen. De onderneming implementeerde een op groei gerichte strategie en heeft in de afgelopen jaren meerdere acquisities afgerond onder meer in Brazilië en in de US, voor een fors deel gefinancierd met schuld.

Begin oktober maakte de onderneming bekend dat de omzet van een van haar recentelijk overgenomen activiteiten in Amerika onder druk staat vanwege tariefsverlagingen in de Amerikaanse niet-steriele markt. Daardoor zou de winst over 2015 substantieel lager uitvallen. Analisten hebben naar aanleiding hiervan de EBITDA taxaties in 2015 teruggebracht van €140m naar €110m. Hierdoor kwam de onderneming in de problemen met de bankconvenanten eind 2015. Ondanks dit nieuws steeg de aandelenkoers, omdat de onderneming ook aangaf dat partijen geïnteresseerd zouden zijn om het bedrijf te kopen en dat discussies hierover waren gestart.

Naast de tegenvallende omzetontwikkeling ontstonden er ook geruchten over mogelijke fraude van apothekers in de US. Deze zouden te hoge vergoedingen vragen voor medicijnen. Recentelijk is de Amerikaanse ministerie van Justitie hiernaar een landelijk onderzoek begonnen.

Tegen de achtergrond van een dalende omzet in de US van Fagron, branche onzekerheid in verband met mogelijke fraude en de hoge netto schuldpositie van de onderneming leek ons een overname tegen een riante premie – waarop de aandelenkoers deels had geanticipeerd - onwaarschijnlijk. Wij gingen uit van een sterk verwaterende claimmissie als meest waarschijnlijke uitkomst. Het European Opportunities Fonds heeft daarom in oktober een short positie ingenomen.

Galapagos

De onderneming maakte begin december positieve werkzaamheid bekend van het belangrijkste medicijn dat Galapagos in ontwikkeling heeft, Filgotinib, betreffende de ziekte van Crohn. Naast een goede werkzaamheid is het medicijn ook veilig gebleken, in lijn met uitkomsten van eerdere studies. Dit nieuws vormde de voorbode van een grote samenwerkingsovereenkomst met Gilead welke Galapagos later in december afsloot. Deze deal overtrof elke verwachting van analisten. Galapagos zal een upfront betaling ontvangen van \$725m, bestaande uit een licentiebeting van \$300m en een kapitaalsinvestering van \$425m. Daarbovenop kan Galapagos tot \$1,35 miljard aan mijlpaalbetalingen ontvangen, plus royalty's oplopend vanaf 20% over de omzet plus een 50/50% winstdeling in de co-promotie landen. Hierdoor verkrijgt Galapagos na afronding van deze deal een kaspositie van meer dan €1 miljard en een marktkapitalisatie van €2,4 miljard.

Hiermee heeft Galapagos een sterke partner gevonden die maximale waarde kan creëren uit dit medicijn, gericht op onder meer reuma en de ziekte van Crohn. De potentiële jaarlijkse wereldwijde markt voor deze indicaties overstijgt de €5 miljard. De verwachting bestaat dat gegeven de superieure werking en beperkte bijwerkingen van dit nieuwe medicijn, een aanzienlijk marktaandeel veroverd kan worden. Aanvankelijk steeg de koers van het aandeel met meer dan 10% op het nieuws, maar zakte gedurende de dag weer geheel terug. Op basis van de goede vooruitzichten en solide financiële positie biedt het aandeel een aantrekkelijk opwaarts potentieel en is er een positie genomen.

Beloningsbeleid

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

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

Het beloningsbeleid van de Beheerder ziet er als volgt uit:

Vaste beloning

De directieleden zijn tevens de enige aandeelhouders van de Beheerder. Zij ontvangen een vast salaris. De totale loonkosten van de Beheerder in 2015 bedroeg € 234.253 voor twee personen. Daarnaast gelden de volgende secundaire arbeidsvoorwaarden: auto van de zaak, een mobiele telefoon van de zaak en een onkostenvergoeding. De medewerkers ontvangen allebei hetzelfde bruto jaarsalaris. Er is daarbij geen sprake van pensioenopbouw door de werkgever.

Discretionaire variabele beloning

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

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

Over het gerapporteerde jaar 2015 is geen bonus aan de directie uitgekeerd.

Risico's beloningsstructuur en beloningscomponenten

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

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

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

Risicomanagement

Het risicomanagementsysteem van de Beheerder vormt een belangrijk onderdeel van het beheren van het European Opportunities Fund. Risicomanagement is een onlosmakend en continue onderdeel van het dagelijks beheersproces en vormt een vast besprekingspunt van de Directie. Alle werknemers dragen bij aan het identificeren van risico's en de bijbehorende beheersingsmaatregelen en vormt als zodanig een belangrijk en vast onderdeel van de cultuur van de Beheerder.

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

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

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

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

In 2015 heeft zich het macrorisico een bovenmatige impact gehad, waarbij onverwachte negatieve ontwikkelingen in China een negatieve uitwerking hadden op financiële markten in de tweede helft van het jaar. Daardoor ontwikkelde de koersen van enkele posities zich meer negatief dan aanvankelijk ingeschat. De Beheerder heeft naar aanleiding daarvan de risicobereidheid ten aanzien van het macrorisico, liquiditeitsrisico en hefboomrisico naar beneden aangepast.

Tabel risicogebied, beheersingsmaatregel en risico acceptatie

Risico	Beheersmaatregel	Risk appetite					Impact
		Laag 1	2	3	4	Hoog 5	
Beheerder	Compliance risico - risico dat wettelijke of interne regels niet worden nageleefd	●					hoog
	Aansprakelijkheidsrisico	●					hoog
	Reputatierisico - risico dat imago van beheerder / Fonds verslechtert als gevolg van integriteitsincidenten bij beheerder of serviceproviders	●					hoog
	Operationeel risico - risico op verliezen als gevolg van falende interne procedures en systemen	← ●					midden
	Continuïteitsrisico - risico dat voor uitvoering beleggingsbeleid belangrijk persoon vertrekt of wegvalt	●					hoog
European Opportunities Fund	Macro economisch risico - risico dat EOF daalt vanwege neergang financiële markten, conjunctuurschommelingen, e.a.	●					midden
	Concentratierisico - portfolio met slechts beperkt aantal beleggingen kan leiden tot sterkere schommelingen in de waarde van het EOF	●					hoog
	Derivaten risico - kan gebruikt worden ter beperking van risico of vergroten van rendement	●					midden
	Hefboomrisico - gebruik van financiële leverage ter versterking van het rendement	●					laag
	Liquiditeitsrisico	← ●					midden

Verklaring omtrent de bedrijfsvoering

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

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

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

Vooruitzichten

De vooruitzichten voor economische groei zijn gematigd. De Europese economie herstelt slechts langzaam, ondanks een aantal gunstige omgevingsfactoren zoals de lage olieprijs en de lage euro ten opzichte van de dollar. Dit zou zowel de consumentenbestedingen in Europa als de export moeten stimuleren. Echter, de werkloosheid blijft hoog en de groei van de arbeidsproductiviteit is beperkt. De inflatie bevindt zich ook op een (te) laag niveau naar de zin van de ECB.

De ECB met haar ongekend ruime monetaire beleid ondersteunt de financiële markten en betreedt thans onbekend terrein. Het is niet zeker wat de ongewenste bijeffecten zullen zijn van dit beleid. De financiële markten zetten ook in toenemende mate vraagtekens bij de effectiviteit van dit beleid. In elk geval zorgt het ervoor dat de effectieve rente op staatsobligaties een historisch laagtepunt heeft bereikt. Voor beleggers bestaan daarom beperkte mogelijkheden om een aantrekkelijk rendement te behalen in rentedragende titels. Hierdoor zijn beleggers bijna genoodzaakt een hogere aandelenweging in hun beleggingsportefeuilles in overweging te nemen. Tegelijkertijd, een lagere economische groei in China en lage commodity prijzen leiden tot een reductie in investeringen. Ook emerging markets staan hierdoor onder druk, waarbij de dollarleningen steeds zwaarder drukken op hun begroting. Dit vertraagt de wereldwijde economische groei. Ook een verdere verhoging van de rente in Amerika is waarschijnlijk en kan het sentiment op de Amerikaanse beurs temperen.

Binnen deze context ziet de beheerder individuele kansen in de huidige aandelenmarkt. Bedrijven zijn thans goed gekapitaliseerd en hebben ruime liquide middelen voorhanden. Dit biedt kansen voor terugkoop van aandelen of overnames. Ook het segment van mid- en small caps biedt bij een verder economisch herstel kansen. De performance van het European Opportunities Fund is gegeven de specifieke posities afhankelijk van de ontwikkelingen van de individuele bedrijven.

Amsterdam, 29 april 2016

De beheerder

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

Financieel Verslag

European Opportunities Fund

Balans

(voor resultaatbestemming)

	Toelichting	31-12-2015 EUR	31-12-2014 EUR
Beleggingen			
Aandelen	(4.1)	19.085.708	15.942.895
Obligaties	(4.2)	<u>225.340</u>	<u>-</u>
		19.311.048	15.942.895
Vorderingen			
Overige vorderingen en overlopende activa	(5.1)	<u>308.960</u>	<u>262.643</u>
		308.960	262.643
Overige activa			
Immateriële vaste activa	(6.1)	-	-
Liquide middelen	(6.2)	<u>1.638.469</u>	<u>980.106</u>
		1.638.469	980.106
Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar)			
Schulden uit kredietinstellingen	(7.1)	3.220.677	711.862
Overige schulden en overlopende passiva	(7.2)	<u>336.931</u>	<u>336.958</u>
		3.557.608	1.048.820
Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden		<u>-1.610.179</u>	<u>193.929</u>
Uitkomst van activa min kortlopende schulden		<u>17.700.869</u>	<u>16.136.824</u>
Beleggingen (short)			
Aandelen	(8.1)	<u>1.411.824</u>	<u>966.615</u>
		1.411.824	966.615
Eigen vermogen			
Participatiekapitaal	(9.1)	10.253.095	10.055.408
Wettelijke reserve	(9.2)	-	-
Algemene reserve	(9.3)	5.114.801	3.716.066
Onverdeeld resultaat	(9.4)	<u>921.149</u>	<u>1.398.735</u>
		16.289.045	15.170.209
Netto vermogenswaarde per participatie		<u>160,49</u>	<u>150,66</u>

Winst- en verliesrekening

		01-01-2015 31-12-2015	01-01-2014 31-12-2014
	Toelichting	EUR	EUR
Opbrengsten uit beleggingen			
Dividend	(11.1)	308.436	120.443
Rente-opbrengsten obligatie(s)	(11.2)	478	-
		<u>308.914</u>	<u>120.443</u>
Koersresultaten			
Gerealiseerde winst op beleggingen long		3.676.839	2.266.894
Gerealiseerd verlies op beleggingen long		-412.028	-558.280
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen long		1.449.258	1.816.143
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen long		-3.659.442	-1.715.901
Gerealiseerde winst op obligaties		-	-
Gerealiseerd verlies op obligaties		-	-
Niet-gerealiseerde winst op obligaties		13.360	-
Niet-gerealiseerd verlies op obligaties		-	-
Gerealiseerde winst op beleggingen short		718.316	33.812
Gerealiseerd verlies op beleggingen short		-129.537	-241.421
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen short		-	305.424
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen short		-259.551	-
Valutaresultaten op overige vorderingen en schulden		3.393	1.582
		<u>1.400.608</u>	<u>1.908.253</u>
Totale baten		<u>1.709.522</u>	<u>2.028.696</u>
Kosten			
Kosten van beheer van beleggingen	(12.1)	603.725	515.425
Kosten van de bewaarder	(12.2)	23.699	14.502
Afschrijving immateriële vaste activa		-	2.329
Interestkosten		83.737	7.842
Overige kosten	(12.3)	77.212	89.863
		<u>788.373</u>	<u>629.961</u>
Totale lasten		<u>788.373</u>	<u>629.961</u>
Beleggingsresultaat		<u>921.149</u>	<u>1.398.735</u>

Kasstroomoverzicht

	01-01-2015 31-12-2015 EUR	01-01-2014 31-12-2014 EUR
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		
Beleggingsresultaat	921.149	1.398.735
Koersresultaten	-1.400.608	-1.908.253
Afschrijving immateriële vaste activa	-	2.329
	<hr/>	<hr/>
Direct beleggingsresultaat	-479.459	-507.189
	<hr/>	<hr/>
Aankopen	-25.551.827	-27.519.277
Verkopen	24.026.099	24.253.065
	<hr/>	<hr/>
	-1.525.728	-3.266.212
	<hr/>	<hr/>
Valutare resultaten op overige vorderingen en schulden	3.393	1.582
	<hr/>	<hr/>
Mutatie vorderingen	-46.318	-21.000
Mutatie kortlopende schulden	-27	164.800
	<hr/>	<hr/>
	-46.345	143.800
	<hr/>	<hr/>
<i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i>	-2.048.139	-3.628.019
	<hr/>	<hr/>
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		
Ontvangen bij geplaatste participaties	849.850	1.434.900
Betaald bij inkoop participaties	-652.163	-536.793
	<hr/>	<hr/>
<i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i>	197.687	898.107
	<hr/>	<hr/>
Netto mutatie geldmiddelen	-1.850.452	-2.729.912
	<hr/>	<hr/>
Geldmiddelen 1 januari	268.244	2.998.156
	<hr/>	<hr/>
Netto geldmiddelen 31 december	-1.582.208	268.244
	<hr/>	<hr/>

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 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 lineair afgeschreven. Deze kosten zijn reeds geheel afgeschreven.

Overige activa en passiva

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

Beleggingen (shortposities)

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

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

Opslagen bij toe- en uittreding

De Fund Manager brengt vooralsnog geen toe- en uittredingskosten in rekening.

De participanten betalen voor elke toetreding, uittreding, of overboeking mutatiekosten ten bedrage van eur 25. Deze kosten worden in rekening gebracht door CACEIS Bank Luxembourg Amsterdam Branch.

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 Venootschapsbelasting 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 dividendbelasting en buitenlandse bronbelasting komt onder bepaalde voorwaarden in aanmerking voor teruggaaf. Deze teruggaaf is begrensd tot de af te dragen dividendbelasting op de door het Fonds uit te keren dividenden (afdrachtvermindering). Voor de berekening van deze afdrachtvermindering wordt de buitenlandse bronbelasting tot maximaal 15% van de desbetreffende opbrengst in aanmerking genomen. De samenstelling van het deelnemersbestand kan leiden tot een verdere beperking van de afdrachtvermindering voor buitenlandse bronbelasting. Dat is het geval bij deelname in het Fonds door fiscaal vrijgestelde rechtspersonen en buitenlandse deelnemers die in aanmerking kunnen komen voor teruggaaf van Nederlandse dividendbelasting.

De risico's

De waardeontwikkeling van de rechten van deelneming in de beleggingsinstelling is onder meer afhankelijk van ontwikkelingen op de kapitaal-, effecten-, valuta- en goederenmarkten. De mogelijkheid bestaat dat een belegging in waarde stijgt. Het is echter ook mogelijk dat een belegging weinig tot geen inkomsten zal genereren en dat een inleg bij een ongunstig koersverloop geheel of ten dele verloren gaat.

De beheerder belegt binnen de limieten en beleggingsrestricties zoals die in het prospectus zijn vastgesteld. Risicobeheer is een integraal onderdeel van het beleggingsproces. De beheerder heeft in de verslagperiode regelmatig gesproken over zaken met betrekking tot risicobeheer en compliance. Gedurende de verslagperiode hebben zich geen operationeel risico's gemanifesteerd.

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van risico's waaraan een belegging in het Fonds onderhevig is. Het prospectus van het Fonds bevat een uitgebreide beschrijving van de risico's. Aangenomen wordt hiervan kennis te nemen.

Rendement

Gezien het beoogde beleggingsbeleid van het Fonds en de vrijheid die de beheerder heeft om al dan niet te kiezen voor bepaalde investeringsmogelijkheden, kan het rendement sterk variëren. De beleggingsportefeuille van het Fonds wijkt vaak sterk af van de samenstelling van aandelenindices, waardoor het rendement van het Fonds in belangrijke mate kan afwijken van aandelenindices, zowel positief als negatief.

Inkooprisico

Het inkopen van participaties in het Fonds kan leiden tot het noodgedwongen verkopen van investeringen, hetgeen kan leiden tot lager dan verwachte winsten dan wel tot verliezen. Dit kan een lagere waarde en lagere rendementen van het Fonds tot gevolg hebben. Dit risico heeft zich niet gemanifesteerd in 2015.

Beperkte inkoopmogelijkheid

Participaties in het Fonds kunnen slechts onder voorwaarden ingekocht worden door het Fonds. De beheerder heeft het recht de inkoop van participaties onder voorwaarden te schorsen. Zie voor een uitgebreide omschrijving van de inkoopprocedure in het prospectus van het Fonds. Dit risico heeft zich in 2015 niet gemanifesteerd.

Short Selling

Het Fonds kan gebruik maken van short selling en synthetic short selling constructies binnen de beleggingsrestricties als beschreven in het prospectus. Dit kan leiden tot ongelimiteerde verliezen voordat een positie gesloten kan worden en een volledig verlies van het vermogen van het Fonds. De beheerder heeft een maximum gesteld aan de omvang van een individuele shortpositie en ook de verplichting een gedeelte van de short te sluiten mocht het meer dan zes procent van de portfolio worden. De beheerder is van mening dat effecten zowel kunnen stijgen als dalen en wil daarom de mogelijkheid hebben om te kunnen profiteren van koersdalingen door het innemen van shortposities.

Gebrek aan liquiditeit

Het Fonds kan een groot deel van haar vermogen investeren in illiquide beleggingen of beleggingen die onder omstandigheden illiquide kunnen worden. Het Fonds hoeft niet altijd in de gelegenheid zijn om haar investeringen te verkopen.

In het geval van over-the-counter transacties kan dit risico verhoogd worden door het gebrek aan een markt waarop dergelijke investeringen verhandeld worden. In 2015 heeft het Fonds niet in dergelijke beleggingen geïnvesteerd.

Het Fonds belegt uitsluitend in effecten welke beursgenoteerd zijn op financiële markten in Europa. De beheerder heeft van elke individuele positie een nauwkeurig beeld van de ontwikkeling van de liquiditeit. Dit risico heeft zich niet gemanifesteerd in 2015.

Concentratie van investeringen

Het Fonds kan investeren in slechts een beperkt aantal, grote belangen. Als een dergelijke investering in waarde afneemt, kan het Fonds grote verliezen lijden, zeker in combinatie met een mogelijk gebrek aan liquiditeit. Dit concentratierisico is ingeperkt door limieten te stellen aan: maximale percentage van het fonds belegd in een enkel aandeel; naast interne controle ook externe controle op deze restricties; maximum percentage van een aandeel welke het Fonds mag bezitten. De top vijf posities maakten per 31 december 2015 45% uit van de waarde van de portfolio.

Anderzijds is de beheerder van mening dat de focus op een beperkt aantal posities tot een hoger rendement kan leiden.

Inlenen van effecten

Het Fonds kan effecten inlenen. Het Fonds leent gewoonlijk aandelen in voordat een shortpositie wordt ingenomen. Met deze shortpositie tracht het Fonds te profiteren van een daling van de beurskoers of tracht het Fonds koersrisico's af te dekken. De markt voor het inlenen van effecten wordt onderhouden door custodian banken. De custodian bank waar een bepaald effect is geleend kan per omgaande aan het Fonds vragen het effect terug te leveren. Hierdoor kan het Fonds gedwongen worden het verkochte effect terug te kopen op de beurs zodat aan de leveringsverplichting kan worden voldaan. Dit kan mogelijk leiden tot hogere kosten dan verwacht. Dit risico heeft zich in 2015 niet geopenbaard.

Financiële derivaten

Het Fonds maakt gebruik van financiële derivaten om extra rendement te kunnen behalen of risico's te verminderen. Financiële derivaten zijn risicovolle producten en kunnen in korte tijd leiden tot significante verliezen. Deze derivaten zijn gelieerd aan genoteerde effecten dan wel aan indices. De waarde van deze derivaten zal voornamelijk afhankelijk zijn van de waarde van genoteerde effecten of onderliggende indices waarop de derivaten betrekking hebben. In het afgelopen jaar heeft het Fonds geen posities in index futures ingenomen.

Hefboomwerking

Het Fonds mag lenen ten behoeve van haar investeringen en het voldoen van haar verplichtingen. Dit kan leiden tot het uitvergroten van verliezen geleden op beleggingen. Op balansdatum had het Fonds een netto long positie van 110% en maakte het Fonds gebruik van leverage.

Waardering van investeringen in niet-genoteerde financiële instrumenten

Investeringen in niet-genoteerde financiële instrumenten kunnen afwijken van hun daadwerkelijke waarde, ondanks het in acht nemen van alle gepaste zorg en nauwkeurigheid. De aangegeven waarde van het Fonds kan daarom afwijken van de daadwerkelijke waarde van het Fonds. Het Fonds belegde in 2015 uitsluitend in beursgenoteerde effecten. Het Fonds heeft een positie in SNS Reaal aandelen (short) en RBS SNS Reaal Turbo short (long positie). Na de nationalisatie van SNS Reaal is de handel in deze effecten door Euronext opgeschort. Afwikkeling zal plaatsvinden direct na de beslissing van de Ondernemingskamer van het Gerechtshof Amsterdam inzake de schadeloosstelling. Deze effecten zijn gewaardeerd op basis van een aandelenkoers van SNS Reaal van eur 0,20.

Settlement risico

Het Fonds kan transacties aangaan buiten de gereguleerde markten om waarbij het wordt blootgesteld aan een kredietrisico ten opzichte van een wederpartij. Dit kan leiden tot verliezen indien een wederpartij niet voldoet aan haar verplichtingen. Het Fonds belegt uitsluitend in beursgenoteerde effecten. Het settlement risico van effectentransacties was derhalve zeer gering.

Kredietrisico

Het kredietrisico op balansdatum op de rekening courant, dat door het Fonds wordt aangehouden bij de Kas Bank N.V., is nihil omdat er op balansdatum sprake is van een debetstand op de rekening courant. Het kredietrisico op balansdatum op de margin account bedraagt eur 1.638.469. Daarnaast hield het European Opportunities Fund een obligatie van Fagron ter waarde van 1,2% van de portefeuille, ter dekking van een short positie in aandelen Fagron.

Valutarisico

Het Fonds kan investeren in andere valuta dan waarin de participaties in het Fonds zijn uitgedrukt. Koersveranderingen kunnen leiden tot extra kosten en verliezen. Het Fonds heeft gedurende 2015 geen significante valutaposities en financiële instrumenten die niet ter dekking van koers of wisselrisico's dienen ingenomen.

Politieke risico's

De investeringen van het Fonds kunnen negatief beïnvloed worden door externe omstandigheden en veranderingen in de wereld. Het Fonds belegt uitsluitend in Europa, met een sterke focus op de Benelux. Daarnaast is beperkt belegt in Frankrijk. Politieke ontwikkelingen binnen Europa kunnen een grote impact hebben op de rendementen van het Fonds.

Veranderingen in toepasselijke wet- en regelgeving

Van tijd tot tijd kan de wet- en regelgeving die van toepassing is op het Fonds veranderen. Dergelijke veranderingen kunnen onvoorziene kosten met zich meebrengen en het rendement van het Fonds verlagen. Onduidelijke regelgeving kan leiden tot het onverhoopt overtreden van deze regels en extra kosten met zich meebrengen.

Het Fonds heeft een onafhankelijke toezichthouder, FM&I bv. Regelmatig heeft de beheerder met de onafhankelijke toezichthoudervergaderingen belegd om aanstaande wijzigingen te bespreken. Hierdoor tracht de beheerder zich tijdig voor te bereiden en te anticiperen op veranderingen. Een belangrijke ontwikkeling is de implementatie van de AIFMD regelgeving. De beheerder heeft gedurende 2014 prospectuswijzigingen aangebracht om deze regelgeving te implementeren.

Voor een uitgebreide beschrijving van de risico's wordt verwezen naar het prospectus van het Fonds.

Toelichting op de balans

	31-12-2015 EUR	31-12-2014 EUR
Beleggingen (4)		
<i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i>		
Stand begin boekjaar	15.942.896	10.560.389
Aankopen	19.904.115	26.459.760
Verkopen	-17.815.930	-22.886.110
Gerealiseerde winst	3.676.839	2.266.894
Gerealiseerd verlies	-412.028	-558.280
Ongerealiseerde winst	1.449.258	1.816.143
Ongerealiseerd verlies	-3.659.442	-1.715.901
Stand 31 december	<u>19.085.708</u>	<u>15.942.895</u>
Historische kostprijs	19.692.232	14.339.235
<i>Mutatieoverzicht obligaties (4.2)</i>		
Stand begin boekjaar	-	-
Aankopen	211.980	-
Verkopen	-	-
Gerealiseerde winst	-	-
Gerealiseerd verlies	-	-
Ongerealiseerde winst	13.360	-
Ongerealiseerd verlies	-	-
Stand 31 december	<u>225.340</u>	<u>-</u>
Historische kostprijs	211.980	-
Vorderingen (5)		
<i>Overige vorderingen en overlopende activa (5.1)</i>		
Te vorderen dividend- en bronbelasting	297.727	262.643
Te vorderen dividend	6.259	-
Vooruitbetaalde kosten	4.974	-
	<u>308.960</u>	<u>262.643</u>
Overige activa (6)		
<i>Immateriële vaste activa (6.1)</i>		
Stand begin boekjaar	-	2.329
Afschrijving immateriële vaste activa	-	-2.329
Stand 31 december	<u>-</u>	<u>-</u>
Cumulatieve afschrijving op immateriële vaste activa	-	-
<i>De post immateriële vaste activa betreft de activering van de kosten van oprichting en introductie per 18 februari 2009.</i>		

Liquide middelen (6.2)

Dit betreft het saldo dat door de bank als collateral voor de shortposities in zowel aandelen als futures, en niet ter vrije beschikking van het Fonds, staat geblokkeerd.

Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar) (7)

Schulden aan kredietinstellingen (7.1)

Dit is het debetsaldo op de rekening courant van het Fonds.

	31-12-2015	31-12-2014
	EUR	EUR
<i>Overige schulden en overlopende passiva (7.2)</i>		
Nog te betalen vermogensbeheervergoeding	21.142	19.344
Nog te betalen prestatievergoeding	288.194	304.304
Nog te betalen bewaarloon	7.500	-488
Nog te betalen inzake kosten AIFMD rapportage	254	-
Nog te betalen kosten participantenadministratie	1.325	1.000
Nog te betalen administratiekosten	5.000	2.500
Nog te betalen publiciteitskosten	-	1.673
Nog te betalen accountantskosten	2.819	4.444
Nog te betalen toezichtskosten	8.084	4.479
Nog te betalen advieskosten	2.613	-298
	336.931	336.958

Beleggingen short (8)

Mutatieoverzicht aandelen short (8.1)

Stand begin boekjaar	966.615	756.992
Verkopen	6.210.169	1.366.955
Aankopen	-5.435.732	-1.059.517
Gerealiseerde winst	-718.316	-
Gerealiseerd verlies	129.537	207.609
Ongerealiseerde winst	-	-305.424
Ongerealiseerd verlies	259.551	-
	1.411.824	966.615
Stand 31 december		
	1.411.824	966.615
Historische kostprijs	1.334.608	1.148.950

	aantal	31-12-2015 EUR	31-12-2014 EUR
Eigen vermogen (9)			
<i>Participatiekapitaal (9.1)</i>			
Stand begin boekjaar	100.695	10.055.408	9.157.301
Geplaatst	4.719	849.850	1.434.900
Ingekocht	-3.919	-652.163	-536.793
Stand 31 december	101.495	10.253.095	10.055.408
<i>Wettelijke reserve (9.2)</i>			
Stand begin boekjaar		-	2.329
Toegevoegd aan algemene reserve		-	-2.329
Stand 31 december		-	-
<i>De wettelijke reserve heeft betrekking op de geactiveerde oprichtingskosten en is gevormd ten laste van het onverdeeld resultaat.</i>			
<i>Algemene reserve (9.3)</i>			
Stand begin boekjaar		3.716.066	1.145.137
Onttrokken aan onverdeeld resultaat		1.398.735	2.568.600
Onttrokken aan wettelijke reserve		-	2.329
Stand 31 december		5.114.801	3.716.066
<i>Onverdeeld resultaat (9.4)</i>			
Stand begin boekjaar		1.398.735	2.568.600
Toegevoegd aan algemene reserve		-1.398.735	-2.568.600
Resultaat lopend boekjaar		921.149	1.398.735
Stand 31 december		921.149	1.398.735

Toelichting op de winst- en verliesrekening

Opbrengsten uit beleggingen (11)

Dividend (11.1)

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.

Rente-opbrengsten obligaties (11.2)

Hieronder wordt de rente van de gehandelde obligaties weergegeven.

	01-01-2015	01-01-2014
	31-12-2015	31-12-2014
	EUR	EUR
Kosten (12)		
<i>Kosten van beheer van beleggingen (12.1)</i>		
Performance fee	288.194	304.304
Vermogensbeheervergoeding	267.509	207.594
Overige beheerkosten	48.022	3.527
	<u>603.725</u>	<u>515.425</u>

- *Performance fee*

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

- *Beheervergoeding*

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

- *Overige beheerkosten*

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

- *Kosten van de bewaarder (12.2)*

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 0,018% met een minimum van eur 13.500 per jaar. Daarnaast kent de Juridische Eigenaar een vergoeding van eur 5.000 per jaar, te vermeerderen met 0,01% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds in dat jaar. De gemiddelde netto vermogenswaarde wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden in dat jaar.

	01-01-2015	01-01-2014
	31-12-2015	31-12-2014
	EUR	EUR
• <i>Overige kosten (12.3)</i>		
Kosten participantenadministratie	5.333	5.875
Advieskosten	4.500	14.525
Administratiekosten	30.000	30.000
Accountantskosten betreffende het jaarverslag	13.500	14.520
Overige accountantskosten	-	1.980
Bijdrage W/TB	17.630	20.863
Bankkosten	4.149	-
Overige algemene kosten	2.100	2.100
	77.212	89.863

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 nettovermogenswaarde wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden.

Overige toelichting

Kostenvergelijking

<i>Vaste kosten</i>	Werkelijk	Prospectus	% Afwijking
Performance fee	288.194	288.194	0,00%
Beheervergoeding	267.509	267.509	0,00%
Administratiekosten	30.000	30.000	0,00%
Kosten bewaarder	23.699	23.699	0,00%
	609.402	609.402	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 participanten, voor zover deze gedekt worden uit de ontvangsten op en afslagen, en de interestkosten worden buiten beschouwing gelaten.
- De gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds wordt berekend als de som van de netto vermogenswaarden gedeeld door het aantal waarnemingen.

De Lopende Kosten Ratio voor het Fonds over het boekjaar 2015 bedraagt: 4,15% (2014: 4,55%).

Turnover ratio

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

De turnover ratio voor het Fonds voor 2015 bedraagt: 283% (2014: 364%).

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 eur 98.598.

Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

Administratievoering

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

tot en met een fondsvermogen van

eur 25.000.000: 0,075%

over het meerdere tot

eur 50.000.000: 0,065%

over het meerdere tot

eur 100.000.000: 0,055%

over het meerdere tot

eur 150.000.000: 0,045%

Over het meerdere: 0,020%

Uitvoering beleggingsbeleid

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

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

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

Uitvoeren van bewaarderactiviteiten

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

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

Personeel

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

In- en uitlenen van effecten

Ten aanzien van de mogelijkheid van het Fonds om shortposities aan te gaan heeft het Fonds een leenovereenkomst afgesloten. Hierdoor is het Fonds in staat effecten in te lenen om deze vervolgens door te verkopen en zo een shortpositie te "openen". 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, 29 april 2016

De beheerder

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

Portefeuilleverdeling

per 31 december 2015

percentage
van netto
vermogens
waarde

Verdeling aandelen per sector, gebaseerd op de MSCI-indeling

Basisindustrie	16,4
Communicatie	10,3
Consumptiegoederen	18,6
Energie	17,0
Financiële dienstverlening	0,8
Financiële dienstverlening (short)	-0,4
Gezondheidszorg	27,1
Gezondheidszorg (short)	-3,0
Informatie Technologie	7,7
Industrie	20,7
Industrie (short)	-5,3
	<hr/>
Totaal beleggingen in aandelen	109,9
Uitkomst van overige beleggingen, vorderingen en overige activa min kortlopende schulden	-9,9
	<hr/>
Totaal netto vermogenswaarde	100,0
	<hr/>

Overige gegevens

Resultaatbestemming

Het resultaat van het Fonds zal jaarlijks worden toegevoegd aan de reserves van het Fonds, tenzij de beheerder anders bepaalt. De gereserveerde resultaten worden door de beheerder herbelegd. Alle participaties van het Fonds die op het moment van vaststelling van de jaarrekening uitstaan bij participanten delen in een verhouding van het aantal participaties dat door deze participanten wordt gehouden in het resultaat van het Fonds over het betreffende boekjaar. Uitkeringen van de winst, voor zover daartoe door de beheerder is besloten, zijn opeisbaar vier weken na vaststelling van de jaarrekening, tenzij de vergadering van participanten op voorstel van de beheerder een andere datum bepaalt. De beheerder deelt de samenstelling van de uitkeringen mede aan de participanten in de aan hen te verstrekken rapportages. Betaalbaarstelling van de uitkeringen vindt plaats op de door de participant aangehouden rekening bij de kredietinstelling, zoals vermeld in het register van participanten. De beheerder kan ten laste van het Fonds besluiten om tussentijdse uitkeringen te doen aan de participanten.

Voorstel resultaatbestemming

De beheerder stelt voor om het positieve resultaat over boekjaar 2015, groot eur 921.149, toe te voegen aan de algemene reserve van het Fonds. Dit voorstel is nog niet verwerkt in de jaarrekening 2015.

Persoonlijk belang beheerder

Gedurende de verslagperiode werden door de directie geen belangen in effecten aangehouden, welke ook door European Opportunities Fund werden aangehouden.

Distributieovereenkomsten

De beheerder heeft geen distributieovereenkomsten afgesloten met derden.

Inlenen en uitlenen van effecten

De kosten van inlenen van effecten zijn opgenomen in de winst- en verliesrekening. Er is geen sprake van het uitlenen van effecten.

Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

De jaarrekening is gecontroleerd door Ernst & Young Accountants LLP. U vindt de controleverklaring van de onafhankelijke accountant op pagina 32.

Verklaring bewaarder

Overwegende:

- KAS Trust & Depositary Services B.V. (“de bewaarder”) is aangesteld om op te treden als bewaarder van European Opportunities Fund (“het fonds”) uit hoofde van artikel 21(1) van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (2011/61/EU) (“AIFM Richtlijn”);
- De aanstelling van de bewaarder en de gemeenschappelijke rechten en plichten van de beheerder en de bewaarder zijn overeengekomen in de Depositary Agreement van 17 juli 2014 die tussen deze partijen is gesloten, en de daarbij behorende bijlagen in de Depositary Agreement;
- De bewaarder verstrekt deze verklaring uitsluitend aan de beheerder in kader van de door de beheerder uitgevoerde activiteiten en heeft betrekking op de periode van 1 januari 2015 tot en met 31 december 2015 (“de verslagperiode”).

Verantwoordelijkheden van de bewaarder

De bewaarder treedt op als bewaarder zoals gedefinieerd in de AIFM Richtlijn en voert haar taken uit in overeenstemming met de AIFM Richtlijn, de gedelegeerde verordening, relevante Nederlandse wet- en regelgeving en richtlijnen die uitgevaardigd zijn door de European Securities and Markets Authority en de Autoriteit Financiële Markten (de “regelgeving”). De verantwoordelijkheden van de bewaarder zijn beschreven in de Depositary Agreement en omvatten, naast het in bewaring nemen van financiële instrumenten en de bewaarnemingstaken in verband met eigendomsverificatie en het bijhouden van een register van overige activa (zoals gedefinieerd in artikel 21(8) AIFM Richtlijn), ook een aantal monitorings- en toezichtstaken (zoals gedefinieerd in artikel 21(7) en 21(9) AIFM Richtlijn), te weten:

- Monitoring van de kasstromen, waaronder het identificeren van significante en inconsistente kasstromen en het reconciliëren van de kasstromen met de administratie van het fonds;
- Het zorgdragen dat de uitvoering van uitgifte, inkoop, intrekking en waardering van participaties van het fonds in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het zorgdragen dat de tegenwaarde van transacties die betrekking hebben op de activa van het fonds tijdig aan het fonds wordt overgemaakt;
- Het controleren dat de opbrengsten van het fonds de bestemming krijgen die in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving;
- Het controleren of de beheerder zich houdt aan de in de fondsdocumentatie vastgestelde beleggingsbeperkingen en hefboomfinancieringslimieten.

Verklaring van de bewaarder

De bewaarder heeft die activiteiten uitgevoerd gedurende de verslagperiode die nodig zijn geacht om aan zijn verantwoordelijkheden te voldoen als bewaarder van het fonds. De bewaarder is van mening dat, op basis van de aan hem beschikbare informatie en de door de beheerder verstrekte verklaringen, de beheerder zijn taken die onderworpen zijn aan de monitorings- en toezichtstaken van de bewaarder in alle materiële aspecten heeft uitgevoerd in lijn met de regelgeving en fondsdocumentatie.

Overig

Aan deze verklaring kunnen geen rechten worden ontleend. Deze verklaring is niet bedoeld om enige rechten te creëren, voor individuen of entiteiten die geen partij zijn bij de bewaarovereenkomst.

Amsterdam, 12 februari 2016

KAS Trust & Depositary Services B.V.

Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: De beheerder en de participanten van het European Opportunities Fund

Wij hebben de in dit rapport opgenomen jaarrekening 2015 van het European Opportunities Fund te Amsterdam gecontroleerd. Deze jaarrekening bestaat uit de balans per 31 december 2015 en de winst-en-verliesrekening en het kasstroomoverzicht over 2015 met de toelichting, waarin zijn opgenomen een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

Verantwoordelijkheid van de beheerder

De beheerder van het European Opportunities Fund is verantwoordelijk voor het opmaken van de jaarrekening die het vermogen en het resultaat getrouw dient weer te geven, alsmede voor het opstellen van het beheerdersverslag, beide in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijk Wetboek (BW) en met de Wet op het financieel toezicht. De beheerder is tevens verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing als het noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fraude of fouten.

Verantwoordelijkheid van de accountant

Onze verantwoordelijkheid is het geven van een oordeel over de jaarrekening op basis van onze controle. Wij hebben onze controle verricht in overeenstemming met Nederlands recht, waaronder de Nederlandse controlestandaarden. Dit vereist dat wij voldoen aan de voor ons geldende ethische voorschriften en dat wij onze controle zodanig plannen en uitvoeren dat een redelijke mate van zekerheid wordt verkregen dat de jaarrekening geen afwijkingen van materieel belang bevat.

Een controle omvat het uitvoeren van werkzaamheden ter verkrijging van controle-informatie over de bedragen en de toelichtingen in de jaarrekening. De geselecteerde werkzaamheden zijn afhankelijk van de door de accountant toegepaste oordeelsvorming, met inbegrip van het inschatten van de risico's dat de jaarrekening een afwijking van materieel belang bevat als gevolg van fraude of fouten.

Bij het maken van deze risico-inschattingen neemt de accountant de interne beheersing in aanmerking die relevant is voor het opmaken van de jaarrekening en voor het getrouwe beeld daarvan, gericht op het opzetten van controlewerkzaamheden die passend zijn in de omstandigheden. Deze risico-inschattingen hebben echter niet tot doel een oordeel tot uitdrukking te brengen over de effectiviteit van de interne beheersing van het European Opportunities Fund. Een controle omvat tevens het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en van de redelijkheid van de door de beheerder van het European Opportunities Fund gemaakte schattingen, alsmede een evaluatie van het algehele beeld van de jaarrekening.

Wij zijn van mening dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is om een onderbouwing voor ons oordeel te bieden.

Oordeel

Naar ons oordeel geeft de jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en samenstelling van het vermogen van het European Opportunities Fund per 31 december 2015 en van het resultaat over 2015 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en met de Wet op het financieel toezicht.

Verklaring betreffende overige bij of krachtens de wet gestelde eisen

Ingevolge artikel 2:393 lid 5 onder e en f BW vermelden wij dat ons geen tekortkomingen zijn gebleken naar aanleiding van het onderzoek of het beheerdersverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, overeenkomstig Titel 9 Boek 2 BW is opgesteld, en of de in artikel 2:392 lid 1 onder b tot en met h BW vereiste gegevens zijn toegevoegd. Tevens vermelden wij dat het beheerdersverslag, voor zover wij dat kunnen beoordelen, verenigbaar is met de jaarrekening zoals vereist in artikel 2:391 lid 4 BW.

Amsterdam, 29 april 2016

Ernst & Young Accountants LLP

Was getekend J.C.J. Preijde RA

Fiscale Aspecten

Algemeen

Participanten wordt aangeraden bij hun eigen fiscaal adviseur advies in te winnen omtrent alle fiscale aspecten met betrekking tot de participaties European Opportunities Fund.

Vennootschapsbelasting

European Opportunities Fund is als zogeheten fonds voor gemene rekening zelfstandig belastingplichtig voor de vennootschapsbelasting. Het Fonds opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Het resultaat van een fiscale beleggingsinstelling is voor de heffing van de vennootschapsbelasting onderworpen aan een 0%-tarief, indien aan bepaalde wettelijke vereisten wordt voldaan. Een van de vereisten is dat de voor uitdeling beschikbare winst -behoudens een toegestane afronding- aan de participanten wordt uitgekeerd binnen acht maanden na het einde van het boekjaar. Koersresultaten op effecten en de daarbij behorende valutakoersverschillen worden aan de zogenoemde herbeleggingsreserve toegevoegd en behoeven diensgevolge niet uitgekeerd te worden.

Dividendbelasting en buitenlandse bronbelastingen

In verband met te ontvangen dividenden

Op ontvangen dividenden, betaald door in Nederland gevestigde lichamen, wordt in beginsel dividendbelasting ingehouden. Op dividenden betaald door in het buitenland gevestigde lichamen wordt veelal bronbelasting ingehouden. Deze buitenlandse bronbelasting kan, voor zover meer bronbelasting is ingehouden dan waartoe het betreffende buitenland op grond van verdragsbepalingen gerechtigd is, worden teruggevraagd van de buitenlandse belastingdiensten.

In verband met uit te keren dividend

European Opportunities Fund dient over de uitgekeerde dividenden in beginsel 15% dividendbelasting in te houden. Een uitkering uit de herbeleggingsreserve kan in beginsel vrij van dividendbelasting plaatsvinden.

De door European Opportunities Fund af te dragen dividendbelasting, die is ingehouden op door haar uitgekeerde dividenden, wordt onder voorwaarden verminderd met de Nederlandse dividendbelasting en de (na verdragstoepassing resterende) buitenlandse bronbelasting (tot maximaal 15% van het betreffende buitenlandse dividend) die is ingehouden op uitkeringen aan European Opportunities Fund, mits European Opportunities Fund de uiteindelijk gerechtigde is tot deze dividenden.



J. Vermeerstraat 14
1071 DR Amsterdam
The Netherlands
Tel : +31 20 570 30 56
www.go-capital.nl