

# Halfjaarbericht 2019

European Opportunities Fund



# Inhoudsopgave

<b>Ontwikkeling European Opportunities Fund</b>	<b>3</b>
<b>Profiel</b>	<b>4</b>
<b>Verslag van de beheerder</b>	<b>5</b>
<b>Financieel verslag</b>	
Balans	16
Winst- en verliesrekening	17
Kasstroomoverzicht	18
Toelichting	
- algemeen	19
- op de balans	24
- op de winst en verliesrekening	26
- overige	28

# Algemene informatie

## **European Opportunities Fund**

Fiscale Beleggingsinstelling, opgericht in 2009

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

Telefoon 020-5703045

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

## **Beheerder**

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

Johannes Vermeerstraat 14

1071 DR Amsterdam

## **Depotbank**

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

## **Accountant**

Ernst & Young Accountants LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

## **Fiscaal en Juridisch adviseur**

Clifford Chance LLP

Droogbak 10

1013 GE Amsterdam

## **Juridisch eigenaar**

Stichting Bewaarder European Opportunities Fund

Gustav Mahlerlaan 310-B

1082 ME Amsterdam

## **Depositary**

Kas Trust & Depositary Services B.V.

Nieuwezijds Voorburgwal 225

1012 RL Amsterdam

## **Bankrelatie**

KAS Bank NV

Spuistraat 172

1012 VT Amsterdam

## **Administrateur**

CACEIS Bank, Netherlands Branch

Gustav Mahlerlaan 310-B

1082 ME Amsterdam

## **Fiscaal adviseur**

Ernst & Young Belastingadviseurs LLP

Antonio Vivaldistraat 150

1083 HP Amsterdam

# Ontwikkeling European Opportunities Fund

	30-06-2019	31-12-2018	31-12-2017
<b>Netto vermogenswaarde EUR x 1.000</b>			
Netto vermogenswaarde volgens balans	12.566	12.379	16.433
Aantal uitstaande participaties	81.982	85.087	93.116
Netto vermogenswaarde per participatie EUR	153,28	145,49	176,48
Uitkering per participatie EUR	-	-	-
	01-01-2019	01-01-2018	01-01-2017
	30-06-2019	30-06-2018	30-06-2017
<b>Winst- en verliesrekening EUR x 1.000</b>			
Opbrengsten uit beleggingen	47	130	93
Koersresultaten	791	444	1.467
Kosten	<u>-176</u>	<u>-499</u>	<u>-617</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>662</u>	<u>75</u>	<u>943</u>
	01-01-2019	01-01-2018	01-01-2017
	30-06-2019	30-06-2018	30-06-2017
<b>Winst- en verliesrekening per participatie EUR</b>			
Aantal uitstaande participaties	81.982	92.223	93.858
Opbrengsten uit beleggingen	0,57	1,41	1,00
Koersresultaten	9,65	4,82	15,63
Kosten	<u>-2,14</u>	<u>-5,41</u>	<u>-6,57</u>
Totaal beleggingsresultaat	<u>8,08</u>	<u>0,82</u>	<u>10,06</u>

## Profiel

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

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

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

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

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

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

### **Risico**

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

# Verslag van de beheerder

## Algemeen

Wij bieden u hierbij het halfjaarbericht van 2019 aan van het European Opportunities Fund. In de eerste zes maanden van 2019 behaalde het European Opportunities Fund een rendement van +5,4%. De gemiddelde netto long positie (long -/- short) bedroeg 48%. Sinds de start van het European Opportunities Fund is een rendement behaald van in totaal 53%, wat gelijk staat aan een geannualiseerd jaarlijks rendement van +4,2%. Over de afgelopen drie en vijf jaar behaalde het European Opportunities Fund een geannualiseerd rendement van respectievelijk +1,6% en +1,2%.

In de eerste helft van 2019 behaalde het European Opportunities Fund met een gemiddelde netto long van 48% een lager rendement dan de Stoxx Europe Index en de AEX index welke met respectievelijk 14,0% en 15,1% stegen. Het European Opportunities Fund behaalde een hoger rendement dan de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) welke met 5,0% in waarde toenam.

## Financiële en economische achtergrond

Na de sterke koersdalingen in het vierde kwartaal van 2018 herstelden aandelenkoersen in de eerste zes maanden van 2019 waarbij de STOXX Europe 600 index met 14,0% in waarde toenam, de AEX index met +15,1% en de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) met +5,0%. In de Verenigde Staten (VS) steeg de S&P 500 met +17,3% in de eerste zes maanden en de Dow Jones met +14,0%. De omslag in de visie van de monetaire autoriteiten in de US van in toenemende mate verkrappend in 2018 naar verruimend in de eerste maanden van 2019 en soortgelijke opmerkingen van de ECB vormden een belangrijke reden voor de stijgingen. Oplopende koersen op de aandelenmarkt onttrokken zich hierbij aan verder toenemende internationale spanningen rondom het handelsbeleid en meerdere signalen van afzwakkende economische groei.

### *Afzwakkende groei - stevent Amerika af op een recessie?*

De groei van de Amerikaanse economie (en de groei van de wereldeconomie) zwakt af. Daarmee is de economie meer kwetsbaar voor schokken. De centrale bank, de FED, voorziet een teruggang van 2,9% reële GDP groei in 2018 in de US naar 2,1% in 2019 en 2,0% in 2020. De inflatie zal naar verwachting rond de 1,8%-1,9% bandbreedte uitkomen en de werkloosheid op 3,6-3,7%.

De inverse rentecurve (lange rente lager dan de korte rente) is veelal een goede voorspellende indicator voor een recessie. Enerzijds is de korte rente gestegen. In 2018 heeft de FED, de korte rente verder verhoogd naar 2,25-2,50%. Anderzijds is de 10-jarige overheidsrente gedaald van 2,7% aan de start van 2019 naar 2,0% eind juni.

Tegelijkertijd zijn de activa op de balans van de FED in 2018 en 2019 verlaagd van \$4,5 triljard naar \$3,9 triljard. Economen waren het oneens of dit experiment van twee variabelen (rente verhogen en balans verkleinen) verkrappen niet te snel ging. Elke \$200 miljard balans reductie staat gelijk aan een extra 0,25% renteverhoging volgens Morgan Stanley. Gecorrigeerd voor deze balansverkleining, is er sprake van een inverse rentestructuur sinds december 2018.

Tegelijkertijd is een korte periode van een inverse rentestructuur niet altijd een perfecte indicator. In het verleden zijn er meerdere perioden geweest met een dergelijke structuur waarbij de economische groei uiteindelijk aantrok.

Echter, ook het model van de New York Fed laat in juli 2019 een toenemende kans zien op een recessie van 33% in 2020, ten opzichte van minder dan 10% in 2018. Dit model blijkt bij een dergelijke sterke stijging een goede voorspeller voor een recessie (7 van de 8 keer juist met als enige uitzondering 1968). Beleidsmakers in Amerika zullen voor deze reden bezorgd zijn en wellicht monetaire beleidsmaatregelen willen heroverwegen.

### *Europese groei vertraagt*

De economische groei in Europa is volgens de verwachting van het IMF 1,3% in 2019 en 1,6% in 2020. De Duitse groei is naar beneden bijgesteld vanwege zwakkere eindvraag en lagere investeringen, de Franse groei zal kunnen aantrekken vanwege overheidsstimulering, terwijl in Italië de groei verzwakt vanwege politieke onzekerheid en het effect daarvan op consumenten bestedingen en investeringen.

De neerwaartse risico's overheersen als gevolg van de disruptieve gevolgen van de handelsoorlog en technologie op de toeleveranciersindustrie, de gevolgen van Brexit en mogelijke negatieve consequenties van externe schokken op het sentiment. De inflatie zwakt naar verwachting af van 1,8% in 2018 naar 1,3% in 2019 en 1,4% in 2020.

### *Monetaire ommezwaai van minder stimuleren in 2018 naar meer in 2019*

De president van de centrale bank in de VS, Powell, gaf in een toespraak vorig jaar aan een gunstige economische groei te voorzien met oplopende inflatie richting de doelstelling van 2%. Daarom is een verder verkrappend beleid gevoerd in 2018 met meerdere renteverhogingen en balansverkleining van de FED. De financiële markten daalden als gevolg hiervan in het vierde kwartaal mede vanwege signalen van afzwakkende economische groei in 2019.

Vervolgens heeft de centrale bank van de VS in januari 2019 door middel van uitspraken van voorzitter Powell aangegeven wellicht het striktere beleid af te zwakken en te heroverwegen. Hij gaf aan geduldig te zijn met het monetaire beleid, hij zag geen reden om de rente verder te verhogen en de Fed luistert aandachtig naar de markt. Deze uitspraken vormden een kentering in de aandelenmarkt.

Gedurende de eerste helft is het beleid van de Fed verder geschoven naar verlaging van de rente. De handelsoorlog van Trump zou de economische groei verzwakken. De Fed bekijkt de gevolgen voor de economie en kan ingrijpen, indien omstandigheden daarom vragen. Dit leidde tot een verdere stijging van aandelenkoersen in.

De ECB liet de rente ongewijzigd en is sinds de start van 2019 gestopt met de opkoop van obligaties. Echter, de economische groeivertraging liet ook ECB president Draghi niet onberoerd. Er bestaat de mogelijkheid om de rente te verlagen of de opkoop van obligaties op te starten, indien de vooruitzichten niet verbeteren.

De vraag is of de monetaire ommezwaai van verkrappend beleid tot eind 2018 naar meer monetaire ruimte voldoende is om de trend te keren. Als de handelsoorlog met China verder escaleert en tariefverhogingen tezamen met de eerdere monetaire maatregelen doorsijpelen, zou dit kunnen overslaan op consumentenbestedingen en investeringen van bedrijven.

### *Olieprijs hersteld verder*

De olieprijs steeg met 23,7% tot \$66,55 per eind juni (Brent). Geopolitieke spanningen mede vanwege de ontwikkelingen in Iran droegen hieraan bij.

### *Lange rente daalt sterk*

Lagere economische groei vooruitzichten vertaalden zich in afnemende kapitaalmarktrentes in de eerste zes maanden. In de US daalde de 10-jarige overheidsrente van 2,7% naar 2,0%. In Duitsland daalde deze van 0,24% naar -0,33%, in Spanje van 1,42% naar 0,40% en in Italië van 2,74% naar 2,10%.

## **Beleggingsbeleid**

De beleggingsstijl van het European Opportunities Fund kenmerkt zich door focus op een beperkt aantal aandelen. De overtuiging bestaat dat hierdoor een betere kans ontstaat om succesvol te zijn, terwijl risico's beter in kaart kunnen worden gebracht. De selectie van aandelen voor de portefeuille vindt veelal plaats op basis van fundamentele analyse en diepgaande research op individuele posities. Uiteindelijk leidt dit tot een geconcentreerde portefeuille van tussen de 10 en 20 posities. Deze strategie bergt ook een aantal risico's in zich, aangezien een beperkt aantal aandelen het rendement bepaalt.

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

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

## Performance

Per 30 juni 2019 bedroeg de netto vermogenswaarde per participatie €153,28 een stijging van 5,4% ten opzichte van de waarde per 31 december 2018. In de eerste zes maanden van 2019 bedroeg de gemiddelde netto long positie 48%. Het European Opportunities Fund heeft gedurende de eerste helft van 2019 hoofdzakelijk belegd in de Benelux genoteerde aandelen.

Tabel 1: Maandelijks rendement European Opportunities Fund (%)

Jaar	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Jaar	Cum
2009		0.0	0.5	1.0	1.1	-1.1	5.8	3.6	2.8	-0.4	0.0	5.1	19.5	19.5
2010	-0.6	-2.5	6.1	-1.0	-3.7	-1.3	3.1	-5.2	9.5	8.2	4.3	0.8	17.6	40.5
2011	-0.8	4.9	1.5	-0.2	-3.3	-10.1	-5.0	-13.7	-7.4	2.3	1.0	9.0	-21.7	10.1
2012	7.5	7.1	-1.5	-4.7	-3.3	-3.2	-6.3	-0.6	-5.4	1.0	1.8	8.2	-0.8	9.2
2013	-2.4	-2.1	1.7	3.0	6.5	-4.3	8.8	3.2	1.8	1.9	4.2	1.2	25.2	36.7
2014	-2.3	-0.4	2.7	2.2	2.3	-0.7	-2.1	1.6	3.0	-3.9	6.1	1.9	10.3	50.7
2015	3.9	10.2	5.5	0.2	1.1	-5.2	1.1	-9.8	-5.8	1.3	1.2	4.3	6.5	60.5
2016	-8.3	-6.4	6.0	-0.1	5.5	-3.8	0.6	1.3	6.9	-0.7	-0.1	7.1	6.7	71.2
2017	1.7	1.9	0.8	1.5	2.8	-3.1	-0.8	4.1	4.4	1.1	-11.6	1.1	3.0	76.3
2018	4.2	-3.0	-2.8	3.3	2.9	-3.7	-1.2	-0.8	-6.8	-2.0	0.0	-8.2	-17.5	45.5
2019	2.1	3.9	2.3	2.3	-1.4	-3.7							5.4	53.3

In de eerste helft van 2019 behaalde het European Opportunities Fund met een gemiddelde netto long van 48% een lager rendement dan de Stoxx Europe Index en de AEX index welke met respectievelijk 14,0% en 15,1% stegen. Het European Opportunities Fund behaalde een hoger rendement dan de long / short aandelenfondsen index (Credit Suisse Long/Short Equity Index) welke met 5,0% in waarde toenam.

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

	Jan	Feb	Maa	Apr	Mei	Jun	Jaar
EOF	2.1	3.9	2.3	2.3	-1.4	-3.7	5.4
L/S Equity	3.3	1.2	0.0	-1.5	0.4	1.5	5.0
AEX	6.7	3.9	1.5	4.1	-5.4	3.9	15.1
Stoxx 600	6.2	3.9	1.7	3.2	-5.9	4.5	14.0

De volatiliteit van het fonds gemeten vanaf de start van het fonds in 2009 is 15,4%, welke 0,8% hoger is dan de volatiliteit van de Nederlandse AEX index over de vergelijkbare periode. De categorie aandelen hedgefondsen kende een volatiliteit van 6,5% over dezelfde periode. De gemiddelde netto long positie van het European Opportunities Fund sinds de start tot en met 30 juni 2019 bedroeg 68%. Het risico gecorrigeerde rendement sinds de start, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg 0,18 voor het European Opportunities Fund tegen 0,73 voor de categorie long / short aandelen hedgefondsen en 0,54 voor Nederlandse aandelen.

Over de afgelopen drie en vijf jaar behaalde het European Opportunities Fund een geannualiseerd rendement van respectievelijk +1,2% en +1,6%. Het risico gecorrigeerde rendement voor deze afgelopen drie en vijf jaar, uitgedrukt in de sharpe ratio, bedroeg respectievelijk 0,07 en 0,08.

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

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Cum sinds start	Volatility	Sharpe
European Opportunities Fund	19.5	17.6	-21.7	-0.8	25.2	10.3	6.5	6.7	3.0	-17.5	5.4	53.3	15.4%	0.18
L/S Equity	19.3	8.1	-7.5	5.8	17.0	5.1	3.1	-4.6	11.2	-7.4	5.0	67.5	6.5%	0.73
AEX	40.8	5.7	-11.9	9.7	17.2	5.6	4.1	9.4	12.7	-10.4	15.1	135.9	14.6%	0.54
Stoxx 600	38.0	8.6	-11.3	14.4	17.4	4.4	6.8	-1.2	7.7	-13.2	14.0	109.2	13.0%	0.46

De netto vermogenswaarde per participatie van het European Opportunities Fund steeg in de eerste helft van 2019 van €145,49 naar €153,28. Onder andere de volgende aandelenposities droegen positief bij aan dit resultaat: Bam Groep, Altice Europe en Genmab. Negatief droegen bij: Celyad, SIF Holding, Aalberts (short) en Beter Bed.

Hieronder volgt een beknopte beschrijving van enkele belangrijke posities gedurende het eerste halfjaar van 2019.

### SIF

De koers van het aandeel SIF heeft een moeilijke periode achter de rug. De resultaten over 2018 vielen tegen, doordat de bezetting achterbleef onder andere door uitstel van offshore wind projecten. Het aandeel is van een piek van boven de €20 per aandeel in 2017 naar onder de €9 in de eerste maanden van 2019 gedaald. Echter, de toekomst ziet er positief uit en de lage koers biedt een aantrekkelijk perspectief op een positief rendement. Ondanks dat de resultaten over 2018 tegenvielen, herstelt de prijs van het aandeel nu langzaam.



SIF produceert funderingspalen (zg. monopiles) voor offshore windturbines. De windturbines nemen in omvang toe met als gevolg de noodzaak voor zwaardere en meer complexe funderingen. SIF heeft hierop geanticipeerd door afgelopen jaren te investeren in een uitbreiding van de productiefaciliteit in Rotterdam (Maasvlakte II) voor de productie van langere en zwaardere monopiles. Echter, de onderneming is na drukke jaren in 2016 en 2017 geconfronteerd met enkele vertragingen in offshore wind projecten. Hierdoor was in 2018 de bezetting lager dan gewenst. Enerzijds gaf dit de mogelijkheid om achterstallig onderhoud te plegen, anderzijds betekende dit een terugval van de winstgevendheid. De orderportefeuille laat in 2019 echter een stijgende trend zien. Recent won SIF twee nieuwe contracten: Hollandse Kust Zuid project en Vineyard Wind (het eerste project aan de oostkust van Amerika).

De vooruitzichten voor de komende jaren zijn bemoedigend. Gedurende de periode 2019-2027 zullen veel windparken op de Noordzee en in West-Europa in aanbouw komen. Meerdere tenders zijn door diverse overheden al gegund, waarbij markt-partijen verplichte deadlines hebben om de windmolenparken op te starten. De marktconsultant MAKE voorspelt dat de offshore windmarkt op de Noordzee zal groeien van 15,8 GW geïnstalleerde capaciteit naar 24,6 GW in 2020. Dit betekent veel nieuwe projecten voor SIF vanaf 2019. SIF heeft aangegeven op dit moment betrokken te zijn bij 20-25 tenders. De productie zou moeten stijgen van 138 Kton in 2018 naar meer dan 220 kton in 2019 en 2020. De EBITDA, in 2018 €13,3 miljoen, wordt verwacht op te lopen naar €60-70 miljoen in 2020 en 2021. Dit resulteert in een winst per aandeel die oploopt van -€0,08 in 2018 naar circa €1,50 in 2021.

Ook de periode na 2023 lijkt nu druk te worden. In maart 2018 heeft de Nederlandse regering een brief aan de kamer gestuurd "Kamerbrief routekaart windenergie op zee 2030". Dit vormt een basis voor het energiebeleid voor de langere termijn, waar wind op zee in de periode 2024 – 2030 zal toenemen met 7GW tot 11,5 GW (1 GW per jaar). Ook in andere landen zoals Duitsland, Denemarken, België, Frankrijk en de UK speelt eenzelfde politieke discussie. In de US zijn er nu belangrijke nieuwe offshore ontwikkelingen. Recent is de beslissing voor de tender van Vineyard Wind bekend gemaakt, welke door SIF is gewonnen. Dit is een project voor de kust van Massachusetts en 800MW groot (circa 84 turbines), een project van circa 135 Kton. SIF kan bij volle bezetting 5 XL monopiles per week produceren, dus dit project staat gelijk aan 17 weken productie.

De vraag naar funderingen voor windturbines zal vanaf 2020 de capaciteit van de producenten naar verwachting kunnen overstijgen, hetgeen gunstig is voor prijsvorming en bezettingsgraad. De waardering van het aandeel is laag. Door de daling van de winstgevendheid in 2018 zijn meerdere analisten voorzichtig en nemen een eerst zien dan geloven houding aan. Het aandeel handelt op een P/E multiple van onder de 7x 2021, een EV/EBITDA multiple van 4,1x en een rendement op vrije kasstroom van meer dan 15%.

## **BAM**

Gedurende de eerste helft van 2019 steeg de koers van het aandeel BAM met 55%. Deze koersstijging was het gevolg van een combinatie van beter dan verwachte resultaten over 2018 (een sterk vierde kwartaal), het project IJmuiden dat onder controle lijkt. Zowel de CEO als de CFO kochten aandelen BAM na de publicatie van de jaarcijfers op een koers van circa €3,50 en gaven zo een positief signaal. Het fund heeft vervolgens de positie deels afgebouwd.

De resultaten over 2018 en met name het vierde kwartaal, waren boven de verwachting van analisten. De winst voor belasting kwam uit op €153 miljoen, dit impliceerde een 12% hoger resultaat over de 2e helft van het jaar ten opzichte van de gemiddelde taxatie van analisten. De operationele marge voor belasting was 2,1%, inclusief het verlies op het IJmuiden project in de eerste helft van het jaar. De bouw en vastgoedactiviteiten profiteren van de gunstige omstandigheden op de Nederlandse woningmarkt, in de UK en Ierland. De civiele bouw ontwikkelt zich gunstig in de UK en Ierland, terwijl in Nederland het resultaat wordt gedrukt door projectverliezen. De orderportefeuille is goed gevuld waarbij tenderdiscipline een beter risicoprofiel oplevert en een hogere toekomstige winstmarge. Ook de kaspositie van het bedrijf ontwikkelde zich gunstig, welke steeg met €70 miljoen naar €528 miljoen (de huidige marktkapitalisatie van BAM is circa €1 miljard).

Het management heeft strategische doelen geformuleerd, waaronder de winstmarge structureel verhogen naar 2-4%. De investeringen in vastgoed en grondposities zullen verder dalen. Het doel is om in 2020 meer dan 10% rendement op het geïnvesteerd vermogen te realiseren. Dit zou gelijk staan aan een winst per aandeel van circa €0,50-0,60 (het aandeel handelt dan op een K/W van 6,0 – 6,5x en een free cash flow yield van boven de 15%).

Na het eerste halfjaar waarschuwde Bam voor meerkosten op enkele werken van €90 miljoen. Circa de helft hiervan is gerelateerd aan meerkosten welke voor rekening van de klant komen. Echter, mede vanwege nieuwe accountingregels (IFRS 15) kunnen deze meerprijzen nog niet worden erkend in de cijfers in 2019, terwijl de kosten wel moeten worden genomen. Als gevolg hiervan daalde het aandeel met 25%.

## Genmab

Het aandeel steeg in de eerste helft met 13%. Eind juni kregen Genmab en Johnson & Johnson de belangrijke goedkeuring van de FDA voor Darzalex in nieuw gediagnostiseerde multiple myeloma patiënten voor de Amerikaanse markt. De klinische resultaten van de MAIA studie, welke in het vierde kwartaal van 2018 zijn gepubliceerd, vormden de basis voor deze goedkeuring. Hoewel de financiële markt deze goedkeuring had verwacht, betekende dit een opluchting en verdere de-risking van Darzalex. De eerstelijns patiëntengroep beslaat circa 50% van de totale multiple myeloma markt. De groei van Darzalex zal daarom vanaf de tweede helft van 2019 een nieuwe impuls krijgen.

De volgende stap voor Darzalex is de registratie van de subcutane versie. De toedieningswijze zal aanzienlijk verkorten van 3½ uur (9 uur eerste dosering) naar 3-5 minuten. Goedkeuring hiervan is naar verwachting in het eerste kwartaal van 2020. Analisten verwachten dat de piek omzet van Darzalex zal doorgroeien van \$2 miljard in 2018 naar \$8 miljard in de komende jaren. Daarbij is de maintenance markt nog zeer beperkt verwerkt in de taxaties, terwijl dit potentieel een grotere markt is dan de 'first-time use' markt. Genmab krijgt 12-20% royalty (20% als sales hoger is dan \$3 miljard) en dit vormt daarmee een stabiele cashflow basis voor de onderneming.

De volgende stap van Genmab is de uitbreiding van de US listing (Nasdaq), welke in juli 2019 is afgerond. De onderneming heeft \$500 miljoen aan nieuw kapitaal opgehaald (<5% van de marktwaarde). Hiermee heeft Genmab de investeerdersbasis verbreed naar Amerikaanse biotech investeerders. Dit is een stap naar meer erkenning voor de brede pijplijn van nieuwe kandidaat-medicijnen (thans 6 eigen programma's in de kliniek en naar verwachting 7 aan het einde van dit jaar). In de tweede helft van 2019 zal Genmab starten met bekendmaken van de eerste klinische data van ten minste 3 programma's, waaronder DR5xDR5 in solide tumoren, enapotamab vedotin in solide tumoren en CD3xCD20 in hematologische indicaties. Daarnaast zullen de klinische fase 3 data van ofatumumab in multiple sclerose door Novartis worden gepubliceerd met naar verwachting een mogelijke registratie van dit kandidaat-medicijn voor het eind van 2019 (Genmab krijgt 10% royalty van dit programma).

De eigen programma's zijn potentieel zo groot dat Genmab een groot farmabedrijf nodig heeft om de klinische trajecten en marketing ter hand te nemen. Zo heeft JNJ circa 1000 mensen actief op Darzalex, terwijl Genmab slechts 400 man personeel heeft. Elk individueel programma heeft de potentie om te groeien richting de omvang van Darzalex. Naar verwachting zal Genmab in de tweede helft van dit jaar een strategische stap aankondigen, waarbij de onderneming minimaal 50% van het programma behoudt, om de waarde van haar eigen programma's samen met een groot farmabedrijf te kunnen maximaliseren.

De basis van Genmab is Darzalex en dit vormt de grondslag voor de huidige waardering op de beurs. Echter, analisten houden weinig rekening met de waarde van de pijplijn van eigen producten in ontwikkeling. Genmab zet belangrijke stappen om aan te tonen dat dit veel extra waarde potentieel heeft. Dit biedt een aantrekkelijk opwaarts potentieel voor het aandeel.

## Altice

De aandelenkoers steeg met 86% in de eerste helft van 2019. De onderneming publiceerde eind april een trading update voor het eerste kwartaal. Dit bericht kwam eerder dan verwacht vanwege de start van een herfinanciering van een bestaande obligatielening welke in 2022 afloopt. Deze herfinanciering is met succes afgerond.

Drie belangrijke aspecten vormen de basis voor verder opwaarts potentieel voor de aandelen. Ten eerste is deze herfinanciering van EUR 2,8 miljard een belangrijke stap voor de zekerheid van de financieringsstructuur, waarbij in de komende 5 jaar geen grote herfinanciering nodig is. Ten tweede, de trading update was beter dan verwacht, waarbij de omzet in lijn is met de consensus verwachting van analisten, echter EBITDA is 7% hoger. Dit is een gevolg van een verbeterende trend in de omzet en toenemende efficiency. Ten derde, Frankrijk laat een keerpunt in de negatieve omzettrend zien met -1,5% jaar-op-jaar in het eerste kwartaal en een duidelijke verbetering van EBITDA. De competitie in de Franse markt lijkt te verminderen en de maatregelen van het management sorteren effect, waardoor naar verwachting in de tweede helft van het jaar positieve omzetgroei zal terugkomen en de winstgevendheid duidelijk zal verbeteren.

Altice heeft belangrijke stappen gezet met verkopen van activa om de balans te verbeteren, de schuld te verlagen en het vertrouwen van de financiële markt te herwinnen. De onderneming heeft 50% van het Franse netwerk van telecommunicatietoerens verkocht. Ook de Portugese assets zullen deels worden verkocht. Hierdoor zal de netto schuld / ebitda verhouding dalen van 5,8x eind 2018 naar een verwachte 4,5-4,8x eind 2020. Dit zal het aandeel meer stabiliteit en minder volatiliteit geven.

De positieve berichtgeving ondersteunde de koers van het aandeel. Ook consolidatie in de Franse markt blijft logisch en is een optie die niet is verwerkt in de huidige koers van het aandeel. De aandelen handelen op circa 6,2x EV/EBITDA 2020 en bieden verder opwaarts potentieel.

## **Exmar**

De onderneming is in mei bezocht. De investment case is het afgelopen halfjaar sterk verbeterd, de winstgevendheid en de cash flow zal toenemen, terwijl het risicoprofiel aanzienlijk is gedaald. Echter, tot op heden heeft de financiële markt dit nog niet vertaald in een hogere koers van het aandeel.

Exmar is een scheepvaartonderneming gespecialiseerd in vervoer en verwerking van LNG en LPG, de twee belangrijkste divisies van de onderneming. De investment case bestaat uit de volgende onderdelen:

Ten eerste: Exmar heeft in 2014 een export Floating LNG project aangenomen ter waarde van \$320 miljoen. Nadat de klant tijdens de neergang in de olie industrie na 2014 failliet ging, moest Exmar op zoek naar een nieuwe bestemming. Eind 2018 is een 10-jarig contract getekend met YPF waarbij een jaarlijkse EBITDA van \$43 miljoen is overeengekomen op basis van een bezetting van 80%. Indien de bezetting boven de 80% uitkomt, zal de EBITDA tot \$12 miljoen hoger kunnen uitvallen. Deze FLNG unit zal een stabiele cash flow genereren en is operationeel vanaf juni 2019. De totale LNG divisie zal op basis van vaste langjarige contracten een EBITDA kunnen genereren van \$74 miljoen.

Ten tweede: Exmar's LPG vloot profiteert van een continu groeiende vraag naar LNG. De vloot is voor 2019 geheel vastgelegd. De verwachting bestaat dat gegeven de gunstige vraag, waarbij meerdere gasprojecten in aanbouw zijn en er beperkt nieuw aanbod van schepen voor vervoer is, een goede basis biedt voor de prijsvorming voor vervoer van LNG in de komende periode. Daarnaast heeft Exmar twee nieuwe VLGC in aanbouw welke vanaf Q3 2021 circa \$15m ebitda bijdrage zullen leveren op basis van een 5-jarig contract met Equinor.

Als derde punt kan de winstgevendheid op basis van vaste contracten verbeteren naar een EBITDA van naar verwachting \$120-140 miljoen in 2020 ten opzichte van \$67 miljoen in 2018. Gegeven de lage capex en belastingvoet, zal dit grotendeels als vrije cash binnenkomen. Dit vormt de basis voor een mogelijke herfinanciering van bestaande schulden, met naar verwachting lagere rentekosten.

De koers van het aandeel is nog niet hersteld. Analisten taxeren een winst per aandeel van €0,87 in 2020, een P/E van 8,7x, een EV/EBITDA multiple van 5,5 en een dividend yield van 9,3%. De aandelen bieden een aantrekkelijk opwaarts potentieel.

## **SNS Reaal**

Het European Opportunities Fund 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 sinds februari 2013 ongewijzigd). De afwikkeling van de turbo positie zal plaatsvinden direct na de uitspraak van de Ondernemingskamer (OK) van het Gerechtshof van Amsterdam inzake de vaststelling van de schadeloosstelling aan aandeelhouders en obligatiehouders als gevolg van de nationalisatie van SNS Reaal in februari 2013. Het Fonds heeft de aandelen (short) positie gewaardeerd op 20 cent en de RBS SNS Reaal Turbo Short positie op basis van 20 cent per aandeel SNS Reaal.

Thans loopt er een procedure over de waarde van de aandelen en obligaties van SNS Reaal op het moment van nationalisatie in 2013. De OK heeft een tussenuitspraak gedaan in april welke gunstig is voor het fonds. De OK heeft bepaald dat het faillissementsscenario het uitgangspunt is voor de waardebepaling. Daarbij gaat het om het, gegeven het faillissementsscenario, op de peildatum daadwerkelijk te verwachten toekomstperspectief, dat wil zeggen om de wijze van afwikkeling waarvoor een curator in het faillissement van SNS Bank naar alle waarschijnlijkheid zou hebben gekozen, en niet om de wijze van afwikkeling die het meeste recht doet aan de doelstellingen van de Interventiewet. De deskundigen hebben in dat verband verband overtuigend gedemonstreerd dat voorzienbaar zou zijn geweest dat met een langjarige run-off voor de gezamenlijke crediteuren in het faillissement van SNS Bank een significant hogere opbrengst zou zijn gerealiseerd dan bij een directe liquidatie van de hypotheekportefeuille van SNS Bank. De OK onderschrijft deze analyse. De Minister van Financiën had eerder vreemd genoeg voor de waarde bij directe liquidatie gepleit.

Echter, de OK heeft ook aanvullende vragen neergelegd bij de deskundigen. Het gaat er met name om dat de deskundigen alles geconsolideerd hebben bekeken. Dat moet volgens de OK per B.V (de bank en de holding ieder apart). Echter, volgens de deskundigen maakt dat niets uit voor de waarde. De deskundigen hebben tot 1 augustus de tijd om aanvullende informatie te verschaffen. Overige partijen hebben dan tot midden september om te reageren. Hierna zal de OK een definitieve uitspraak kunnen doen, waarna de turbo positie kan worden gesetteld.

In het faillissementsscenario zijn de aandelen SNS niets waard. Mocht de OK besluiten de schadeloosstelling op nul cent per aandeel vast te stellen dan zou dit een positieve impact van circa 0,7% hebben op de NAV van het Fonds per 30 juni 2019. 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 2019 hebben gehad.

### **Beloningsbeleid**

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

De Beheerder had gedurende de eerste zes maanden van 2019 twee directieleden en een medewerker. De Beheerder verzorgt het beleggingsbeleid en risicomanagement van het European Opportunities Fund. De administratie van het European Opportunities Fund is uitbesteed aan CACEIS Bank Netherlands Branch. De Beheerder beschikt over procedures ter vaststelling van het beloningsbeleid. Het beloningsbeleid wordt vastgesteld door de directie van de Beheerder. Het uitgangspunt van het beloningsbeleid is dat de beloning van medewerkers ertoe moet leiden dat: zij zorgvuldig omgaan met de belangen van (potentiële) participanten en de financiële soliditeit van de Beheerder goed is. De beloningscultuur ondersteunt een zorgvuldig, beheerst en duurzaam beloningsbeleid dat in lijn is met de strategie, risicobereidheid, doelstellingen en waarden van het European Opportunities Fund en creëert binding tussen de persoon en de organisatie.

Het beloningsbeleid van de Beheerder ziet er als volgt uit:

### **Vaste beloning**

De directieleden zijn tevens de enige aandeelhouders van de Beheerder. Zij ontvangen een vast salaris. De totale loonkosten van de Beheerder in de eerste zes maanden van 2019 bedroegen € 136.014 voor drie personen. Daarnaast gelden de volgende secundaire arbeidsvoorwaarden: auto van de zaak, een mobiele telefoon van de zaak en een onkostenvergoeding. De directieleden ontvangen allebei hetzelfde bruto jaarsalaris. Er is daarbij geen sprake van pensioenopbouw door de werkgever.

### **Discretionaire variabele beloning**

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

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

Over het resultaat in de eerste helft van 2019 is geen bonus aan de directie uitgekeerd.

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

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

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

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

### **Risicomanagement**

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

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

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

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

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

Tijdens de start van 2019 heeft het European Opportunities Fund de netto long positie verder verlaagd (gemiddeld 48% in de eerste zes maanden van 2019, gemiddeld 68% sinds de start van het European Opportunities Fund), waardoor het macro-risico een lager risicoprofiel kende. Hierdoor kon het European Opportunities Fund in mindere mate profiteren van de positieve koersontwikkeling op aandelenmarkten.

Tabel risicogebied, beheersingsmaatregel en risico acceptatie

Risico	Beheersmaatregel	Risk appetite					Impact
		Laag				Hoog	
		1	2	3	4	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 het zogenaamde document Algemene Organisatie / Interne Beleidsvoering (“AO/IB”). Deze AO/IB voldoet aan de eisen van de Wft en het Besluit gedrags-toezicht financiële ondernemingen Wft (“Bgfo”). Bij deze werkzaamheden zijn geen constatering gedaan op grond waarvan de Beheerder zou moeten concluderen dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 Bgfo niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wft en daaraan gerelateerde regelgeving. De Beheerder heeft in 2017 verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld en voerde, tezamen met externe adviseurs, een uitvoerige evaluatie uit naar de AO/IB. Dit proces is begin juli 2017 afgerond. Aanbevelingen zijn opgenomen in de AO/IB en waar mogelijk zijn interne processen verder aangescherpt. Ook gedurende 2018 zijn er verschillende directievergaderingen geweest, waarbij de bedrijfsvoering een continue punt van aandacht is, eventuele verdere verbeteringen worden besproken en ingevoerd.

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

### **Vooruitzichten**

De economische groei is naar een lagere versnelling gedaald. De geopolitieke spanningen en stijging van protectionisme verminderen het algemene vertrouwen. De handelsoorlog tussen China en de US en ontwikkelingen rondom Brexit zijn hiervan een voorbeeld. Enerzijds neemt de werkloosheid af en stijgen de lonen. Anderzijds dalen consumentenuitgaven aan duurzame consumptiegoederen, wat zich onder meer vertaalt in winstwaarschuwingen van autofabrikanten. Ook de chipsector heeft het lastig met een dalende vraag. Vooral de productiesector kent op dit moment een vertraging.

Mede hierdoor zijn de inflatievooruitzichten gematigd en de inflatieverwachtingen gedaald. De 10-jarige rente staat op een all-time low waardoor het behalen van rendement voor beleggers steeds lastiger is. Monetaire autoriteiten hebben een volledige draai gemaakt naar verruiming om de economie te stimuleren. Hierdoor blijft ook de korte rente voor langere periode laag. Vooralsnog is er geen sprake van recessie, maar de kwetsbaarheid van de economische groei is toegenomen, waardoor de economie gevoeliger is voor externe schokken.

De Beheerder ziet kansen in de huidige aandelenmarkt. Enerzijds is de strategie voorzichtig gegeven de sterke herstel van de aandelenkoersen tezamen met de afzwakkende groeivoorzichten. Anderzijds bestaat de portefeuille uit aandelen met een aantrekkelijk opwaarts potentieel, waarbij winstherstel op basis van eigen kracht en specifieke onderneming gerelateerde factoren een drijfveer vormt. Ook bestaan er kansen op inkoop van aandelen en/of overnames. De performance van het European Opportunities Fund is gegeven de specifieke posities afhankelijk van de ontwikkelingen van deze individuele bedrijven.

Amsterdam, 2 augustus 2019

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

Financieel Verslag

European Opportunities Fund



# Balans

(voor resultaatbestemming)

	Toelichting	30-06-2019 EUR	31-12-2018 EUR
<b>Beleggingen</b>			
Aandelen	(4.1)	<u>6.494.257</u>	<u>7.290.781</u>
		<b>6.494.257</b>	<b>7.290.781</b>
<b>Vorderingen</b>			
Vorderingen uit hoofde van effectentransacties	(5.1)	-	-
Overige vorderingen en overlopende activa	(5.2)	<u>387.468</u>	<u>454.543</u>
		<b>387.468</b>	<b>454.543</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	(6.1)	<b>6.549.652</b>	5.940.356
<b>Kortlopende schulden (ten hoogste één jaar)</b>			
Schulden aan kredietinstellingen	(7.1)	-	-
Verplichtingen uit hoofde van effectentransacties	(7.2)	-	-
Nog te betalen dividend(en) uit hoofde van shortpositie(s)	(7.3)	-	-
Overige schulden en overlopende passiva	(7.4)	<u>44.390</u>	<u>32.470</u>
		<b>44.390</b>	<b>32.470</b>
<b>Uitkomst van vorderingen en overige activa min kortlopende schulden</b>		<u><b>6.892.730</b></u>	<u>6.362.429</u>
<b>Uitkomst van activa min kortlopende schulden</b>		<u><b>13.386.987</b></u>	<u>13.653.210</u>
<b>Beleggingen (Shortposities)</b>			
Aandelen	(8.1)	<b>820.541</b>	1.274.221
<b>Eigen vermogen</b>			
Participatiekapitaal	(9.1)	<b>7.047.316</b>	7.522.593
Algemene reserve	(9.2)	<b>4.856.396</b>	7.607.281
Onverdeeld resultaat	(9.3)	<u><b>662.734</b></u>	<u>-2.750.885</u>
		<u><b>12.566.446</b></u>	<u>12.378.989</u>
<b>Netto Vermogenswaarde per participatie</b>		<u><b>153,28</b></u>	<u>145,49</u>

## Winst- en verliesrekening

		<b>01-01-2019</b>	01-01-2018
		<b>30-06-2019</b>	30-06-2018
	<b>Toelichting</b>	<b>EUR</b>	EUR
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>			
Dividend	(10.1)	<b>47.004</b>	129.616
Interestbaten obligatie	(10.2)	-	-
Interestbaten rekening courant	(10.3)	-	-
		<b>47.004</b>	129.616
<b>Koersresultaten</b>			
Gerealiseerde winst op beleggingen long		<b>6.707</b>	1.948.215
Gerealiseerd verlies op beleggingen long		<b>-1.296.504</b>	-103.322
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen long		<b>2.801.622</b>	1.982.539
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen long		<b>-589.722</b>	-3.452.285
Gerealiseerde winst op beleggingen short		<b>36.066</b>	81.057
Gerealiseerd verlies op beleggingen short		-	-444.049
Niet-gerealiseerde winst op beleggingen short		-	551.284
Niet-gerealiseerd verlies op beleggingen short		<b>-166.537</b>	-120.630
Valutareresultaten op overige vorderingen en schulden		<b>-147</b>	1.671
		<b>791.485</b>	444.480
<b>Totale baten</b>		<b>838.489</b>	574.096
<b>Kosten</b>			
Dividendlasten door shortposities	(11.1)	<b>8.949</b>	163.342
Kosten van beheer van beleggingen	(11.2)	<b>100.255</b>	189.466
Kosten van de bewaarder	(11.3)	<b>8.537</b>	8.449
Interestkosten rekening courant	(11.4)	<b>22.270</b>	96.877
Overige kosten	(11.5)	<b>35.744</b>	41.195
<b>Totale lasten</b>		<b>175.755</b>	499.329
<b>Beleggingsresultaat</b>		<b>662.734</b>	74.767

## Kasstroomoverzicht

	01-01-2019 30-06-2019 EUR	01-01-2018 30-06-2018 EUR
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Opbrengsten uit beleggingen	662.734	74.767
Koersresultaat	<u>-791.485</u>	<u>-444.480</u>
Direct beleggingsresultaat	-128.751	-369.713
Aankopen	-584.151	-11.942.241
Verkopen	<u>1.718.627</u>	<u>10.424.093</u>
	1.134.476	-1.518.148
Valutarestaten op overige vorderingen en schulden	<u>-147</u>	<u>1.671</u>
	-147	1.671
Mutatie kortlopende vorderingen	67.075	-19.606
Mutatie kortlopende schulden	<u>11.920</u>	<u>-129.267</u>
	<u>78.995</u>	<u>-148.873</u>
<i>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</i>	<b>1.084.573</b>	-2.035.063
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangen bij geplaatste participaties	-	-
Betaald bij inkoop participaties	<u>-475.277</u>	<u>-160.325</u>
<i>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</i>	-475.277	-160.325
<b>Netto mutatie geldmiddelen</b>	<b>609.296</b>	-2.195.388
Geldmiddelen 1 januari	<u>5.940.356</u>	<u>2.402.048</u>
<b>Netto geldmiddelen 30 juni</b>	<u><b>6.549.652</b></u>	<u>206.660</u>

# Toelichting

## **Algemeen**

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

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

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

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

### *Omrekening vreemde valuta*

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

## **Waarderingsgrondslagen**

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

### *Beleggingen*

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

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

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

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

### *Financiële instrumenten*

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

### *Immateriële vaste activa*

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

### *Overige activa en passiva*

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

#### *Beleggingen (shortposities)*

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

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

#### *Opslagen bij toe- en uittreding*

De Beheerder brengt vooralsnog geen toe- en uittredingskosten in rekening.

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

#### **Grondslagen voor resultaatbepaling**

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

#### **Fiscale aspecten**

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

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

#### **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.

#### *Marktrisico*

Marktrisico is het risico dat het European Opportunities Fund daalt door ontwikkelingen in de algemene economische situatie, conjunctuurschommelingen en neergang in financiële markten. Door significante stijging of daling van de markt door onvoorziene omstandigheden kan er materiële schade worden geleden. Dit risico heeft zich in het eerste halfjaar van 2019 niet voorgedaan.

#### *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 30 juni 2019 45,7% 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.

#### *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 eerste halfjaar van 2019 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 45,1% en maakte het Fonds geen gebruik van leverage.

#### *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 het eerste halfjaar van 2019 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 het eerste halfjaar van 2019.

#### *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 het eerste halfjaar van 2019.

#### *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 het eerste halfjaar van 2019 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.

### *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 het eerste halfjaar van 2019 niet geopenbaard.

### *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 het eerste halfjaar van 2019 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 Kas Bank N.V. bedraagt eur 5.726.577. Het kredietrisico op balansdatum op de margin account, dat eveneens door het Fonds wordt aangehouden bij Kas Bank N.V., bedraagt eur 823.075.

### *Risico vervallen fbi status*

Het European Opportunities Fund is een Fonds voor gemene rekening met als doel het beleggen van vermogen. Het Fonds opteert voor het regime voor fiscale beleggingsinstellingen (fbi). Hierdoor kent het Fonds onder voorwaarden een tarief voor de vennootschapsbelasting van 0%. Daartoe dient het Fonds te voldoen aan bepaalde wettelijke vereisten. Één van de voorwaarden is dat er geen aanmerkelijk belang van groter dan 25% in het Fonds mag zijn. Het Fonds kent enkele grote participanten, waardoor er een risico bestaat dat deze overschrijding plaatsvindt. Indien aan een van de voorwaarden van een fbi niet wordt voldaan, kan de fbi status vervallen. Dit betekent dat er dan dient te worden afgerekend voor de vennootschapsbelasting. Dit risico heeft zich niet voorgedaan in het eerste halfjaar van 2019.

### *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 het eerste halfjaar van 2019 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 belegd in Duitsland. 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.

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



## Toelichting op de balans

	<b>30-06-2019</b>	31-12-2018
	<b>EUR</b>	EUR
<b>Beleggingen (4)</b>		
<i>Mutatieoverzicht aandelen (4.1)</i>		
Stand begin boekjaar	<b>7.290.781</b>	18.522.548
Aankopen	-	11.834.256
Verkopen	<b>-1.718.627</b>	-20.304.101
Gerealiseerde winst	<b>6.707</b>	4.300.530
Gerealiseerd verlies	<b>-1.296.504</b>	-2.352.233
Ongerealiseerde winst	<b>2.801.622</b>	347.096
Ongerealiseerd verlies	<b>-589.722</b>	-5.057.315
	<hr/>	<hr/>
Stand 30 juni	<b>6.494.257</b>	7.290.781
	<hr/>	<hr/>
Historische kostprijs	<b>8.876.532</b>	11.884.956
<b>Vorderingen (5)</b>		
<i>Vorderingen uit hoofde van effectentransacties (5.1)</i>		
Dit betreft de nog per bank te verrekenen bedragen in verband met verkopen van effecten door het Fonds. Vorderingen hebben een looptijd korter dan 1 jaar.		
<i>Overige vorderingen en overlopende activa (5.2)</i>		
Te vorderen dividend- en bronbelasting	<b>369.391</b>	367.675
Overige vorderingen	-	72.906
Vooruitbetaalde kosten	<b>18.077</b>	13.962
	<hr/>	<hr/>
	<b>387.468</b>	454.543
	<hr/>	<hr/>

### Overige activa (6)

#### *Liquide middelen (6.1)*

Dit betreft het positieve saldo op de rekening courant dat door het Fonds wordt aangehouden bij de bank. Van het totale saldo is eur 823.075 door de bank als collateral geblokkeerd voor de shortposities in zowel aandelen als futures en staat niet ter vrije beschikking van het Fonds.

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

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

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

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

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

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

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

	<b>30-06-2019</b>	31-12-2018
	<b>EUR</b>	EUR
<i>Overige schulden en overlopende passiva (7.4)</i>		
Nog te betalen vermogensbeheervergoeding	15.712	15.478
Nog te betalen performance fee	-	-
Nog te betalen bewaarloon	-	235
Nog te betalen inzake kosten AIFMD rapportage	1.720	1.345
Nog te betalen kosten participantenadministratie	2.600	650
Nog te betalen administratiekosten	10.000	2.500
Nog te betalen publiciteitskosten	1.041	-
Nog te betalen accountantskosten	-	1.665
Nog te betalen toezichtskosten	13.317	10.597
Nog te betalen advieskosten	-	-
	<u>44.390</u>	<u>32.470</u>
<b>Beleggingen shortposities (8)</b>		
<i>Mutatieoverzicht aandelen shortposities (8.1)</i>		
Stand begin boekjaar	1.274.221	4.617.199
Verkopen	-	815.821
Aankopen	-584.151	-3.580.661
Gerealiseerde winst op aandelen	-36.066	-182.167
Gerealiseerd verlies op aandelen	-	482.702
Ongerealiseerde winst op aandelen	-	-878.707
Ongerealiseerd verlies op aandelen	166.537	34
Stand 30 juni	<u>820.541</u>	<u>1.274.221</u>
Historische kostprijs	733.907	1.354.124
<b>Eigen vermogen (9)</b>		
	<b>aantal</b>	
<i>Participatiekapitaal (9.1)</i>		
Stand begin boekjaar	85.087	7.522.593
Geplaatst	-	-
Ingekocht	-3.105	-475.277
Stand 30 juni	<u>81.982</u>	<u>7.047.316</u>
<i>Algemene reserve (9.2)</i>		
Stand begin boekjaar	7.607.281	7.082.701
Toegevoegd aan onverdeeld resultaat	-2.750.885	524.580
Stand 30 juni	<u>4.856.396</u>	<u>7.607.281</u>
<i>Onverdeeld resultaat (9.3)</i>		
Stand begin boekjaar	-2.750.885	524.580
Onttrokken aan algemene reserve	2.750.885	-524.580
Resultaat lopend boekjaar	662.734	-2.750.885
Stand 30 juni	<u>662.734</u>	<u>-2.750.885</u>

# Toelichting op de winst- en verliesrekening

## Opbrengsten uit beleggingen (10)

### Dividend (10.1)

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

### Interestbaten rekening courant (10.2)

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

## Kosten (11)

### Dividendlasten op shortposities (11.1)

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

	01-01-2019 30-06-2019 EUR	01-01-2018 30-06-2018 EUR
<i>Kosten van beheer van beleggingen (11.2)</i>		
Performance fee	-	53.405
Vermogensbeheervergoeding	96.788	124.193
Overige beheerkosten	3.467	11.868
	<u>100.255</u>	<u>189.466</u>

#### • Performance fee

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

#### • Beheervergoeding

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

#### • Overige beheerkosten

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

### Kosten van de bewaarder (11.3)

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

### Interestkosten rekening courant (11.4)

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

	<b>01-01-2019</b>	01-01-2018
	<b>30-06-2019</b>	30-06-2018
	<b>EUR</b>	EUR
<i>Overige kosten (11.5)</i>		
Kosten participantenadministratie	<b>3.275</b>	2.875
Advieskosten	<b>2.231</b>	2.051
Administratiekosten	<b>15.000</b>	15.000
Accountantskosten	<b>4.927</b>	6.694
Bijdrage WTB	<b>6.942</b>	12.223
Publiciteitskosten	<b>1.589</b>	1.041
Overige algemene kosten	<b>1.780</b>	1.311
	<b>35.744</b>	41.195

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

De Beheerder verwacht, afgezien van uitzonderlijke omstandigheden, dat deze overige kosten jaarlijks niet meer dan 5,0% van de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds zullen bedragen. De gemiddelde netto vermogenswaarde voor de overige kosten wordt berekend op basis van de twaalf maandgemiddelden.

## Overige toelichting

### Kostenvergelijking

<i>Vaste kosten</i>	Werkelijk	Prospectus	% Afwijking
Performance fee	-	-	0,00%
Beheervergoeding	96.788	96.788	0,00%
Administratiekosten	15.000	15.000	0,00%
Kosten bewaarder	8.537	8.537	0,00%
	<u>120.325</u>	<u>120.325</u>	<u>0,00%</u>

### Lopende Kosten Ratio

De Lopende Kosten Ratio wordt als volgt berekend: totale kosten gedeeld door de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds.

- Onder totale kosten worden begrepen de kosten die in de verslagperiode ten laste van het resultaat worden gebracht. De kosten verband houdend met het toe- en uittreden van deelnemers, voor zover deze gedekt worden uit de ontvangen op- en afslagen, alsmede interestkosten en transactiekosten van de beleggingen worden buiten beschouwing gelaten.
- Voor de gemiddelde netto vermogenswaarde van het Fonds wordt de 52-weeks gemiddelde netto vermogenswaarde genomen.

De Lopende Kosten Ratio voor het Fonds over de eerste helft van het boekjaar 2019 bedraagt: 1,19% - geannualiseerd 2,38% (eerste helft boekjaar 2018 2,43% - geannualiseerd 4,85%).

### Turnover ratio

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

De turnover ratio voor het Fonds voor de eerste helft van het boekjaar 2019 bedraagt: 14% - geannualiseerd 28% (eerste helft boekjaar 2018: 134% - geannualiseerd 268%).

### 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 € 5.070.

### Uitbesteding kerntaken

De volgende kerntaken zijn door het Fonds uitbesteed:

#### *Administratievoering*

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

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

#### *Uitvoering beleggingsbeleid*

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

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

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

#### *Uitvoeren van bewaarderactiviteiten*

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

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

#### **Personeel**

Bij het Fonds zijn geen personeelsleden in dienst.

#### **In- en uitlenen van effecten**

Ten aanzien van de mogelijkheid van het Fonds om shortposities aan te gaan heeft het Fonds een leenovereenkomst afgesloten. Hierdoor is het Fonds in staat effecten in te lenen voor het aangaan van shortposities. 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, 2 augustus 2019

De Beheerder

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



J. Vermeerstraat 14  
1071 DR Amsterdam  
The Netherlands  
Tel: +31 85 130 8541  
[www.go-capital.nl](http://www.go-capital.nl)