

B E H E E R S M A A T S C H A P P I J

*TreeTop Asset Management S.A.  
12, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg*

# TreeTop

# Portfolio SICAV

*Beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal  
Vennootschap naar Luxemburgs recht  
met meerdere compartimenten*

**Gecontroleerd jaarverslag op 31 december 2012**

*Actieve compartimenten:*

*TreeTop Patrimoine International  
TreeTop Patrimoine Conservative*

*R.C.S. Luxembourg B 125.731*

*Op basis van dit verslag kunnen geen intekeningen aanvaard worden.  
Intekeningen kunnen alleen gebeuren op basis van de  
beleggersinformatie met het laatste prospectus, samen met het  
intekeningsformulier, het laatst verschenen jaarverslag en het laatste  
halfjaarlijkse verslag indien dit recenter is dan het jaarverslag.*

# TreeTop Portfolio SICAV

---

Beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal  
R.C.S. Luxemburg B 125.731

## Raad van Bestuur

### Voorzitter

Jacques BERGHMANS,  
Voorzitter van de Raad van Bestuur en Manager  
TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxemburg

### Bestuurders

Olivier DE VINCK, Bestuurder en Manager  
TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxemburg

Hubert D'ANSEMBOURG, Bestuurder  
TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxemburg

Vincent PLANCHE,  
Bestuurder, Lid van het Directiecomité  
DEGROOF FUND MANAGEMENT COMPANY N.V., Brussel

Marc-André BECHET, Directeur  
BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG S.A., Luxemburg

André BIRGET, Financieel Directeur  
FOYER S.A., Luxemburg

### Maatschappelijke zetel

12, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg

### Beheersmaatschappij

TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A.  
12, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg

### Depotbank Domiciliëringsagent, Administratiekantoor, betaal- en transferagent

BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG S.A.  
12, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxemburg

### Bedrijfsrevisor

PricewaterhouseCoopers Société coopérative  
400, Route d'Esch, L-1471 Luxemburg

Enkel de Franse versie van dit jaarverslag werd door de bedrijfsrevisor onderworpen aan een controle. Bijgevolg heeft het revisieverslag enkel betrekking op die versie. De overige versies zijn het resultaat van een nauwkeurige vertaling die werd uitgevoerd onder de verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur. In het geval van verschillen tussen de Franse teksten en de vertaling is de Franse versie doorslaggevend.

*Inhoudstafel*

	<i>Pagina</i>
<i>Statuten, verslagen en netto-inventariswaarde.....</i>	<i>4</i>
<i>Verslag van de Raad van Bestuur .....</i>	<i>5 - 22</i>
<i>Verslag van de Bedrijfsrevisor.....</i>	<i>23 - 24</i>
<i>Overzicht van het nettovermogen.....</i>	<i>25</i>
<i>Staat van de verrichtingen.....</i>	<i>26</i>
<i>Ontwikkeling van de nettoactiva.....</i>	<i>27</i>
<i>Overzicht van de effectenportefeuille, geografische spreiding, sectorale spreiding, spreiding per valuta</i>	
<i>TreeTop Patrimoine International.....</i>	<i>28 - 29</i>
<i>TreeTop Patrimoine Conservative.....</i>	<i>30 - 31</i>
<i>Wijzigingen in het aantal aandelen.....</i>	<i>32</i>
<i>Ontwikkeling van het kapitaal, de totale nettoactiva en de aandelenkoers.....</i>	<i>32</i>
<i>Toelichtingen bij de financiële staten.....</i>	<i>33 - 35</i>

## **Statuten, verslagen en netto-inventariswaarde**

*TreeTop Portfolio SICAV werd op 4 december 2007 voor onbepaalde tijd opgericht als een beleggingsvennootschap met veranderlijk kapitaal (Société d'Investissement à Capital Variable – ' SICAV ') naar Luxemburgs recht, onder de benaming „Camfunds Concentrated Equity SICAV“. De benaming werd in „TreeTop Portfolio SICAV“ tijdens een buitengewone algemene vergadering van de aandeelhouders gewijzigd. Ze is onderworpen aan deel II van de wet van 17 december 2010.*

*De statuten van TreeTop Portfolio SICAV zijn neergelegd op de maatschappelijke zetel en bij de griffie van de arrondissementsrechtbank van en te Luxemburg, waar ze kunnen worden ingekeken en waar kopieën op verzoek verkrijgbaar zijn.*

*De halfjaarlijkse verslagen, de jaarverslagen, de netto-inventariswaarde, de uitgifteprijs, de terugkoopprijs en alle mededelingen ten behoeve van de aandeelhouders zijn verkrijgbaar op de zetel van de maatschappelijke zetel van de SICAV.*

*Op de datum van dit verslag, TreeTop Portfolio SICAV biedt de volgende compartimenten:*

- *TreeTop Patrimoine International*
- *TreeTop Patrimoine Conservative*

*Deze compartimenten bieden twee aandelensklassen aan die van elkaar verschillen door verschillende entreerechten en minimale initiële investering:*

- *Klass A : kapitalisatie in EUR*
- *Klass P : kapitalisatie in EUR*

*De netto-inventariswaarde van elk compartiment van de SICAV wordt vastgesteld op elke dag die een bankwerkdag in Luxemburg is, of als die dag een feestdag is, de eerstvolgende bankwerkdag in Luxemburg.*

*Bovendien wordt elk jaar op 30 juni en op 31 december een waardering uitgevoerd.*

## Verslag van de Raad van Bestuur

### TREETOP PATRIMOINE INTERNATIONAL

#### Beste beleggers

Het fonds TreeTop Patrimoine International heeft als doelstelling een professioneel en gediversifieerd portefeuillebeheer aan te bieden in drie activa klassen: aandelen, converteerbare obligaties en klassieke obligaties of bancaire deposito's, met nadruk op een blootstelling aan de aandelenmarkt.

De portefeuille van dit compartiment is op 31 december 2012 als volgt ingedeeld:

- 33.1% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 33.54% in TreeTop Convertible International
- 33.40% in TreeTop Global Opportunities

#### 1. Beleggingen met vaste rente

Het obligatiegedeelte bestaat uit:

- Middellange termijn OLO's van de Belgische Staat (looptijd 2016), die verder voordeel hebben gehaald uit de daling van de spreads van de Belgische leningen ten opzichte van de Duitse leningen. De beleggingen, met vervaldag in 2013, werd de opbrengst bijna gedaald tot nul werd verkocht en deels geïnvesteerd in Italiaanse staatsobligaties.
- De obligatie ITALIAN GOVT BOND 4.75% 05/01/17: wij hebben onze posities gedurende het kwartaal aangevuld. Het rendement aangeboden door de obligaties van de Italiaanse Staat (4% op 5 jaar) lijkt ons aantrekkelijk ten opzichte van de fundamenteën van dit land: zowel op economisch niveau als op de begrotingsniveau is de situatie aanzienlijk beter gesteld dan in Spanje en eerder te vergelijken met de situatie in Frankrijk. De drastische maatregelen van de overheid Monti, zouden Italië zelfs in een comfortabelere positie dan Frankrijk kunnen brengen binnen twee jaar. De vooruitzichten verzameld door Bloomberg hebben inderdaad melding gemaakt van een duidelijke en snelle verbetering: begrotingstekort teruggebracht tot -1,8% van het BBP en een tekort op de lopende rekening tot -1,6% vanaf 2013. De strategie van de Europese Centrale Bank heeft bovendien de markten gerustgesteld en voor een dalende druk op de intrestvoeten gezorgd.
- Korte termijnobligaties uitgegeven door banken van zeer goede kwaliteit: BGL BNP Paribas en ING.

De deposito's worden aangehouden bij banken van zeer goede kwaliteit: BGL BNP Paribas, ING en Banque Degroof.

#### 2. TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL

Terugblik op 2012

Ondanks het heersende scepticisme en enkele turbulenties op de financiële markten blijkt 2012 al met al toch een goed beursjaar te zijn geweest:

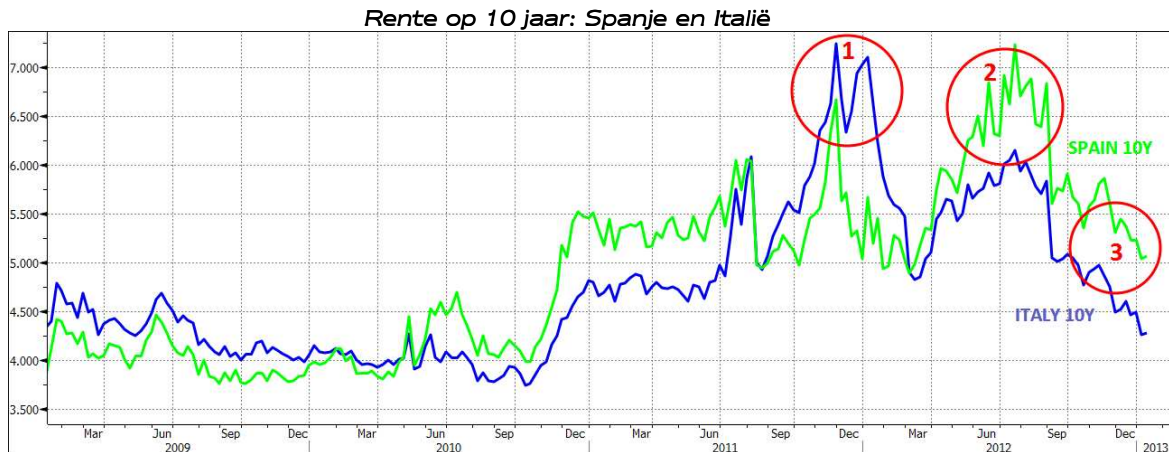
MSCI World (All Countries, local currency)	15,87%
USA (S&P 500)	15,99%
EUROPE (Eurostoxx 600)	18,84%
JAPON (Nikkei 225)	25,48%
MSCI Emerging Global	16,99%
MSCI Asia-Pacific ex-Japan	19,64%
<b>TreeTop Convertible International (A EUR)</b>	<b>19,22%</b>

Bron: Bloomberg

Ondanks de stroom van kritische reacties in de media - onder meer in de Britse en systematisch in de eurosceptische media - hebben wij de Europese monetaire en politieke beslissingen met een voorzichtig optimisme verwelkomd. Zelfs al bieden ze geen totaaloplossing voor de Europese schulden crisis - verre daarvan - ze zijn toch een stap in de goede richting:

- De massale financiering van de Europese banken - 489 miljard EUR met een rente van 1% op 21 december 2011, gevolgd door een tweede ronde eind februari 2012 voor een totaalbedrag van 529 miljard euro - heeft inderdaad duidelijk gewezen op de vastberadenheid van de ECB om ten opzichte van de banken, en indirect dus ten opzichte van de lidstaten, op te treden als kredietverstrekker in laatste instantie. Zo is de balans van de Europese Centrale Bank in de laatste 12 maanden met meer dan 50% gestegen, tot meer dan 3.000 miljard euro (meer dan 10% van het Europese BBP).
- Het Europees akkoord van 29 juni 2012 was een tweede beslissende fase om uit het Europese slop te geraken: behalve het groeipact versoepelt dit akkoord het Europees Stabiiliteitsmechanisme (ESM) bestemd om banken in moeilijkheden uit de brand te helpen.
- Ten slotte bereikten de Europese ministers van financiën op 13 december 2012 een akkoord over het gemeenschappelijk banktoezicht (dat op 1 maart 2014 in werking treedt), een belangrijke bouwsteen op weg naar een Europese bankunie.

In de daarop volgende weken werden al deze maatregelen, hoewel niet onmiddellijk vanwege het aanhoudend scepticisme, verwelkomd door een forse daling van de lange rente op de staatsobligaties van de risicolanden, een absolute voorwaarde voor een verlichting van de financieringslast van de staatsschuld.



Bron: Bloomberg

Deze afnemende druk van de schulden crisis wordt bevestigd door andere indicatoren, zoals de Bloomberg European Financial Conditions Index die, na een forse paniekbeweging in 2008, gevolgd door een nieuwe, mildere kelderende terugval in 2011, vrijwel opnieuw op zijn niveau van vóór de crisis staat.

Bloomberg European Financial Conditions Index

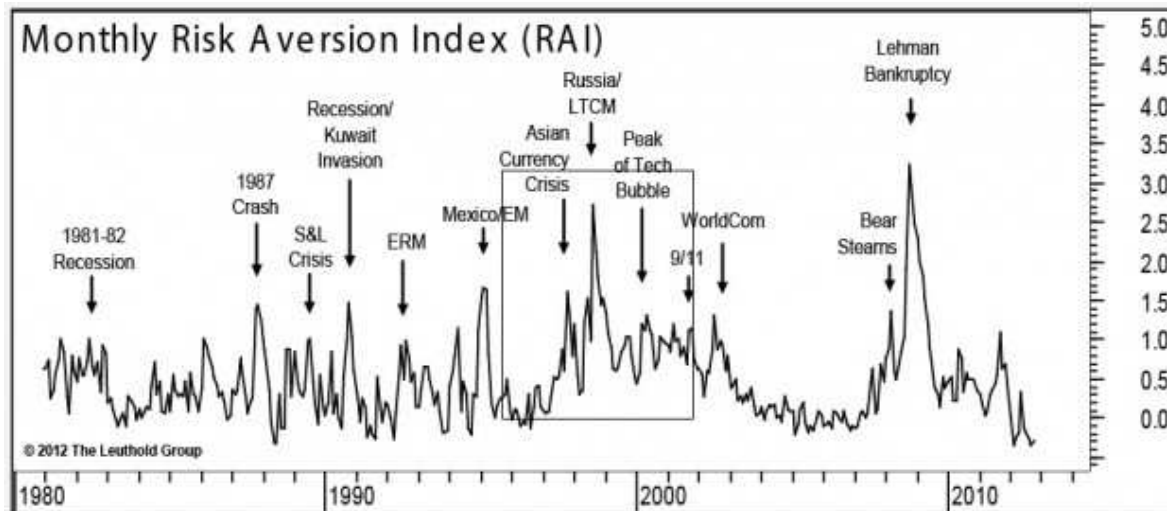


Bron: Bloomberg

Maar de sceptici zijn nog niet overtuigd...

Nochtans blijkt dat ook de risicoaversie, zoals gemeten door de Risk Aversion Index van de Leuthold Group, opnieuw normale waarden optekent.

Mate van risicoaversie

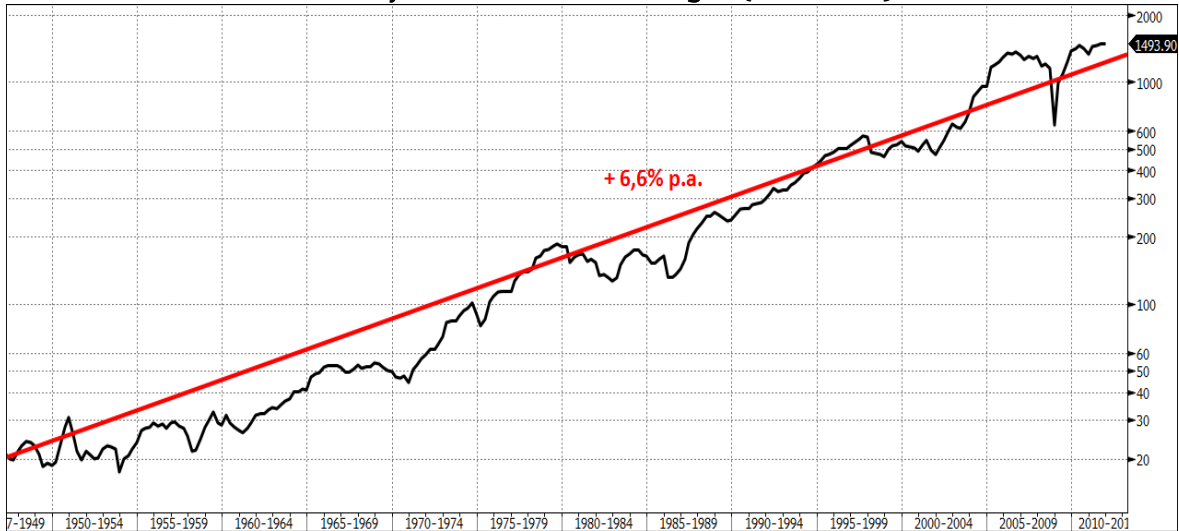


The Risk Aversion Index combines ten market-based measures including various credit and swap spreads, implied volatility, currency movements, commodity prices and relative returns among various high- and low-risk assets.

Bron: The Leuthold Group

Merk wel op dat, hoewel de crisissen elkaar opvolgen, dit niet belet dat de bedrijfswinsten groeien met een ritme van ongeveer dubbel de inflatie op lange termijn, of 6,6% in de Verenigde Staten in de afgelopen 50 jaar...

US bedrijfsresultaten na belastingen (1947-2011)



Bron: Bloomberg

Op economisch vlak beginnen we in de landen van Zuid-Europa enkele sprankjes hoop te zien: de lopende rekeningen van de betalingsbalansen tekenen een forse stijging op, terwijl de loonsverlagingen het concurrentieverlies gedeeltelijk hebben goedge maakt. Toch blijft de totale Europese consumptie nog te zwak: terwijl Europa in een recessie is beland, blijven indicatoren zeer futlos achteruitlopen, zoals de werkloosheid of de faillissementsgraad, achteruitgaan.

Ondanks dit ongunstige klimaat blijven de gemiddelde bedrijfswinsten stijgen. Dat laat zich verklaren door de efficiënte bedrijfsvoering van veel Europese bedrijven die op wereldniveau een leiderspositie innemen in groeisectoren zoals technologie of gezondheidszorg maar ook in meer traditionele sectoren zoals consumptie of industrie.

Deze goede performance van de bedrijfswinsten blijkt uit de indices op wereldniveau:

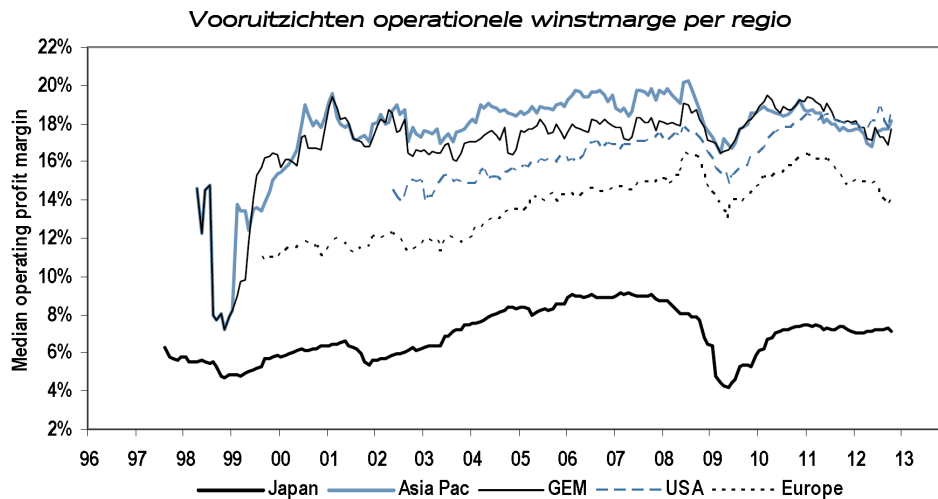
Groei van de bedrijfswinsten

	2012	2013
USA (S&P 500)	6,2%	10,1%
EUROPE (Eurostoxx 600)	2,1%	10,5%
JAPON (Nikkei 225)	22,4%	26,4%

Bron: JCF, Bank Degroof

Ondanks de opeenvolgende crisissen blijven de bedrijven een hoge intrinsieke rentabiliteit optekenen en hebben daarmee de sleutel in handen voor de toekomst van de aandelenmarkten. Merk wel op dat de operationele winstmarge in de opkomende landen (GEM) en in de Verenigde Staten structureel hoger blijft dan in Europa en meer nog dan in Japan.

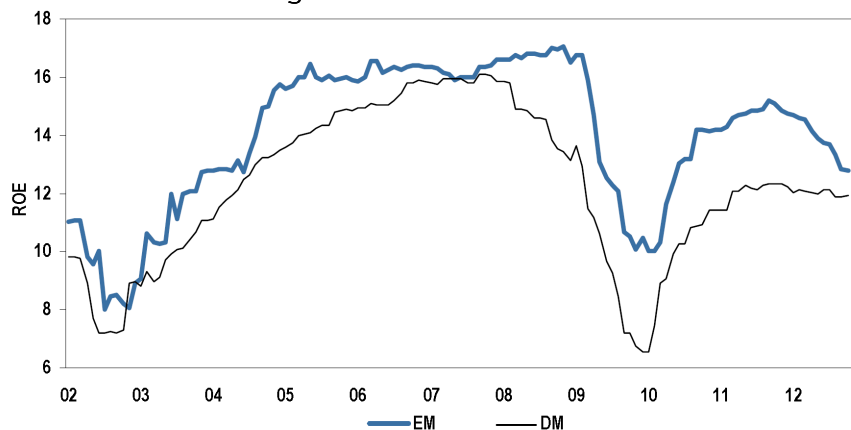




Bron: BofA Merrill Lynch GEM Quantitative Strategy, MSCI, IBES

Sinds 18 maanden stellen wij echter vast dat in termen van rendement op eigen vermogen (Return on Equity of ROE), het voordeel van de opkomende landen in verhouding tot de geïndustrialiseerde landen is afgenomen. Zoals wij in ons vorig kwartaalverslag hebben uitgelegd, doorlopen de opkomende economieën na een periode van sterke groei een onvermijdelijke consolidatiefase ter correctie van sommige excessen van deze periode. Hoewel deze overgangsfase de opkomende markten tijdelijk minder aantrekkelijk maakt, blijven hun langetermijnperspectieven positief, en liggen, dankzij het aanhoudend groeidifferentieel, nog altijd hoger dan in de geïndustrialiseerde landen.

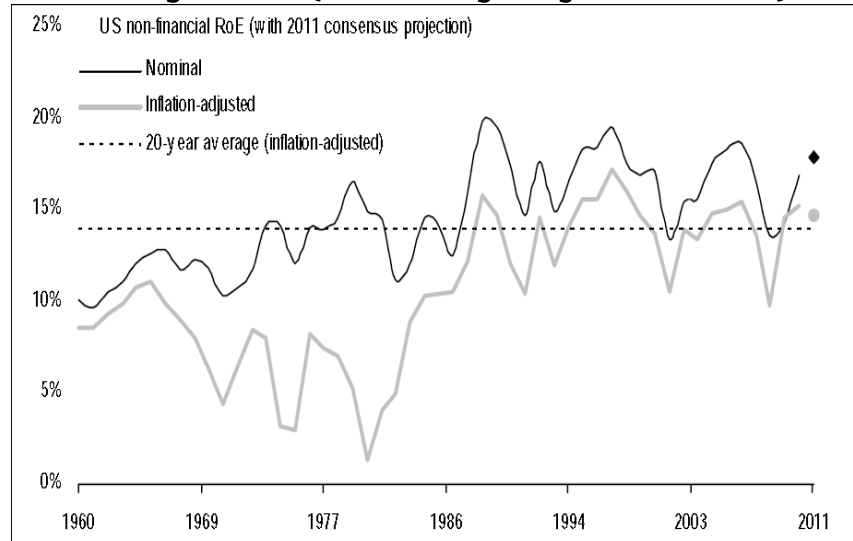
**Rendement op het eigen vermogen (ROE) van de opkomende landen vs. de geïndustrialiseerde landen**



Bron: BofA Merrill Lynch GEM Quantitative Strategy, MSCI, Worldscope

Gecorrigeerd voor inflatie is dit rendement op eigen vermogen bijzonder veelzeggend. Zo stellen we in de Verenigde Staten vast dat het ROE ten opzichte van zijn niveau van de jaren 1960/70 gemiddeld vrijwel verdubbeld is. Hieruit blijkt dat het reële rendement (gecorrigeerd voor inflatie) van de aandelen in vergelijking met de obligaties nog nooit zo hoog is geweest. Dit is vooral toe te schrijven aan een betere bedrijfsvoering via een historische stijging van de winstmarges en aan een efficiënter beheer van hun activa om meer omzet te boeken ("asset turnover").

**Rendement op eigen vermogen (ROE) van niet-financiële ondernemingen in de Verenigde Staten (nominaal en gecorrigeerd voor inflatie)**

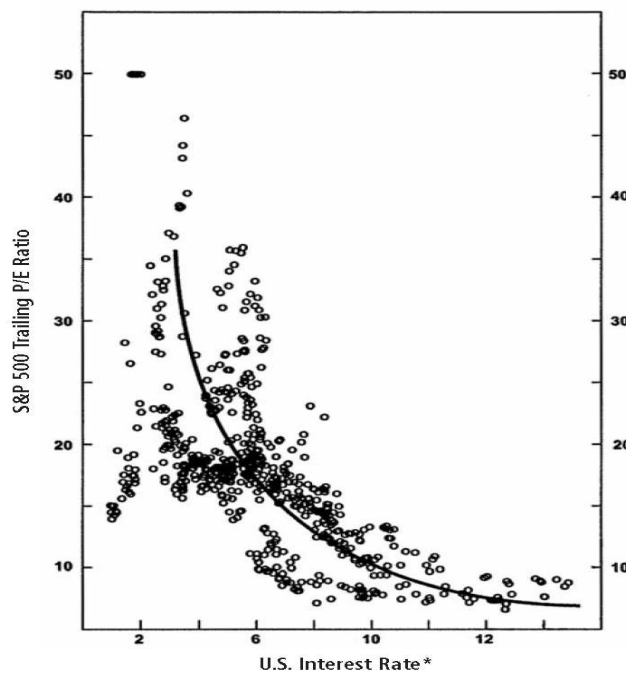


Bron: Thomson Reuters, IBES estimates, Credit Suisse Research

Deze zeer goede bedrijfsrendementen maken de algemene waardering van de aandelen nog aantrekkelijker. Zij noteren nog ver onder het gemiddelde van de afgelopen 25 jaar, ondanks hun koersstijging in 2012.

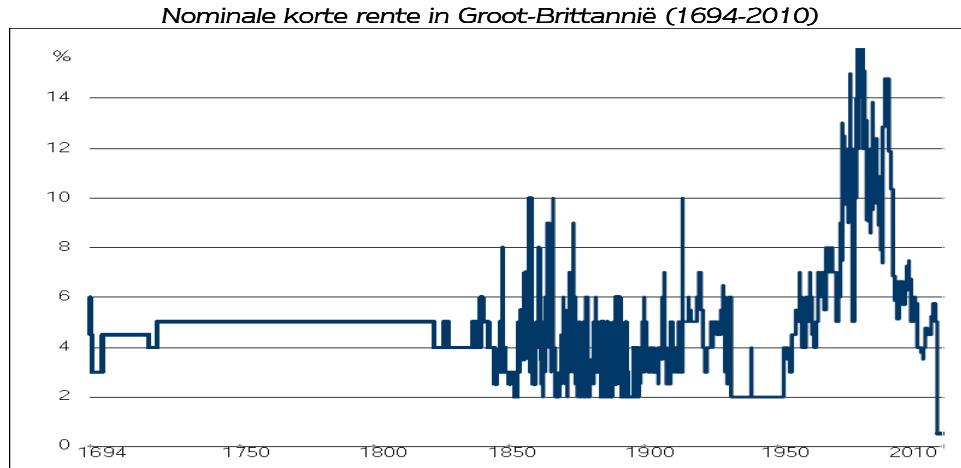
De huidige onderwaardering van de aandelen blijkt nog duidelijker wanneer we een historische vergelijking trekken met de geldende rentetarieven. Er bestaat namelijk een logische inverse correlatie tussen de gemiddelde koers-winstverhouding (P/E) van de aandelen en het rentetarief. In het geval van de Verenigde Staten is de geschatte P/E van 13,2 voor 2013 (of een nettorendement van 7,6%) abnormaal goedkoop in verhouding tot een obligatierente op 10 jaar van 1,9%.

**Inverse correlatie tussen de rentetarieven en de P/E ratio's (1960-2012)**



Bron: Bloomberg, BCA Research, Skylands Capital

Het is echter wel zo dat de markten zich op onbekend terrein wagen... De rentetarieven zijn wereldwijd nog nooit zo laag geweest, zelfs niet in de grote depressie van de jaren '30 toen de deflatie woedde.



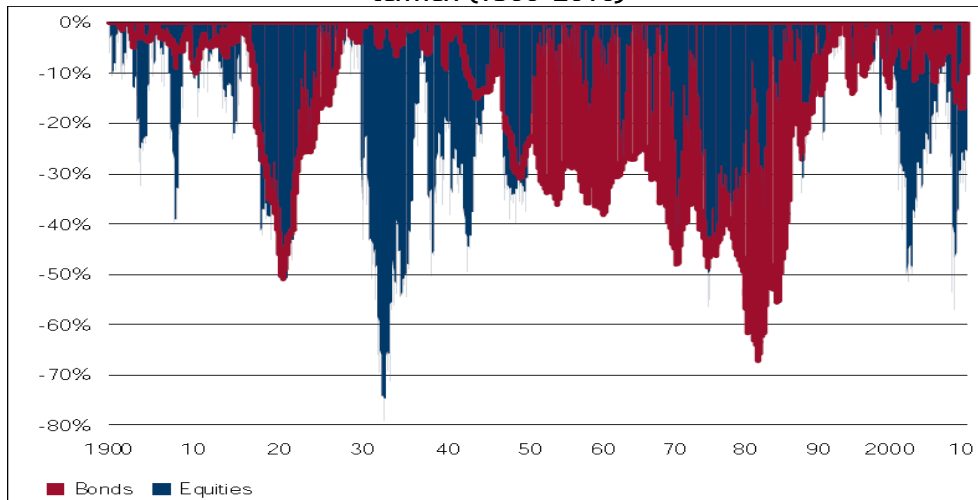
Bron: Bank, minimum lending, minimum band 1, repo and official bank rates from Bank of England, Credit Suisse Research

### De "veiligheid" van obligaties?

Zo komen we tot een belangrijke vraag, ontstaan uit een paradox: de behoefte aan bescherming van de beleggers heeft de vraag naar "veilige" staatsobligaties opgedreven en hun rendement teruggebracht naar zeer lage niveaus. Maar welke reële veiligheid bieden de obligaties met dergelijk lage rendementen?

In zijn *Global Investment Returns Yearbook 2011* publiceert *Crédit Suisse*, in samenwerking met de *London Business School*, een zeer interessante studie die een vergelijking trekt tussen de langetermijnrisico's van aandelen en obligaties. In tegenstelling tot wat vaak wordt gedacht, blijkt dat de omvang van de verliezen die een belegger op obligaties kan oplopen, gecorrigeerd voor inflatie, even groot en, vooral, veel duurzamer kunnen zijn dan de verliezen op aandelen. De studie omschrijft de drawdown als het verschil tussen de waarde van een portefeuille op een gegeven moment en zijn historisch maximum (high watermark), met aftrek van de inflatie en met inbegrip van de dividenden of rente, en legt de nadruk op de grote crashes van de aandelen- en obligatiemarkten (respectievelijk in het blauw en het rood in de grafiek) in de Verenigde Staten sinds 1900. De forse dalingen van de aandelenmarkten kenmerken zich door hun snelheid, maar ook door hun vrij snel herstel, in tegenstelling tot de forse dalingen van de obligatiemarkten die veel duurzamer zijn: zo heeft van 1940 tot 1980 een Amerikaanse staatsobligatieportefeuille twee derde van zijn waarde in koopkracht ingeboet! Dezelfde berekening voor Groot-Brittannië geeft over dezelfde periode een verlies van meer dan 70%.

Omvang van de terugval (drawdown) van de US-aandelen en -obligaties in reële termen (1900–2010)

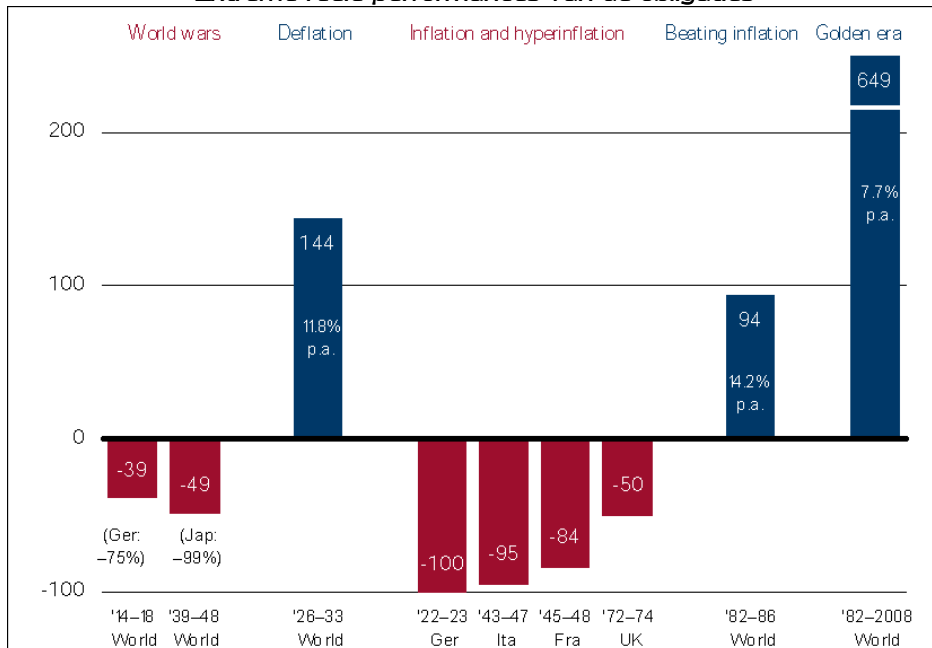


Bron: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Credit Suisse Research

Nochtans betreft het hier twee landen die niet in gebreke zijn gebleven. In de 20e eeuw zijn weinig landen gespaard gebleven van geïsoleerde faillissementen met vrijwel volledige verliezen in obligaties. De onderstaande grafiek geeft de extreme performances weer van de obligaties tussen 1900 en 2010. De twee belangrijkste redenen van de grote verliezen:

- De wereldoorlogen: Duitsland (-75% in 14-18), Japan (-99% in 40-45).
- Inflatie: Duitsland (-100% in 22-24), Italië (-95% in 43-47), Frankrijk (-84% in 45-48), Groot-Brittannië (-50% in 72-74).

Extreme reële performances van de obligaties

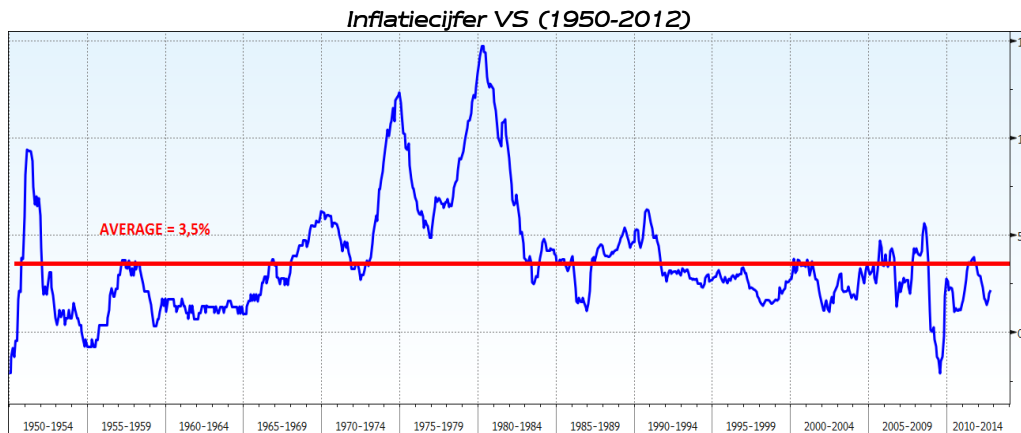


Bron: Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Credit Suisse Research

Over de gehele periode van 111 jaar tekenen zes landen (Duitsland, België, Finland, Frankrijk, Italië en Japan) een negatieve reële performance in obligaties op!

De enige echte solide periodes voor de obligaties kenmerken zich door deflatie (1926-1933) of desinflatie (1982-2012). Het is duidelijk dat de "betrouwbare" obligaties met rendementen van minder dan 2% nu nominaal weinig potentieel bieden voor performance. Integendeel zelfs, hun vooruitzichten zijn zeer somber want hun reëel rendement, gecorrigeerd voor inflatie, is sinds 2009 negatief en zou dat wel eens geruime tijd kunnen blijven. Om het probleem van de overheidsschuld op te lossen, geven de regeringen en de centrale banken, net als na de Tweede Wereldoorlog, de voorkeur aan "financiële repressie" (het leiden van spaargelden naar staatsleningen, beperkende regelgeving betreffende risicobeleggingen door de instituties, negatieve reële rentetarieven, enz.), waardoor een deel van de spaargelden in beslag wordt genomen om de overheidsschuld te financieren, tot de postume vreugde van econoom Keynes die pleitte voor de euthanasie van de rentenier... Het lijkt erop dat de grote centrale banken in hun recente verklaringen kleur bekennen door de nadruk te leggen op economische groei en blijf geven van iets meer soepelheid wat het maximaal toegelaten inflatiecijfer betreft.

In dit opzicht lijkt het ons interessant erop te wijzen dat het inflatiecijfer ver onder zijn langetermijngemiddelde ligt en dat een zeer grote consensus overtuigd is dat dit zeer lage cijfer op lange termijn gehandhaafd zal blijven. Het zwakke economisch herstel pleit voor dit scenario op korte termijn, maar wij zouden ons niet durven wagen aan een extrapolatie op lange termijn. De geschiedenis leert ons dat we op onze hoede moeten zijn voor een te ruime consensus die meestal berust op loutere extrapolatie van het recente verleden...



Het is dan ook paradoxaal dat de obligatiebeleggingen, zowel in Europa als in de Verenigde Staten en in Azië, nu recordniveaus bereiken, wat wijst op de grote risicoaversie van de beleggers tegen aandelenbeleggingen en hun verblinding door de recente goede performance van de obligatiemarkten. In een "tegendraadse" geest zien wij daar een reden in tot verheuging: de haussemarkt van de aandelen die zich sinds 2009 zonder excessen ontwikkelt, wordt namelijk gedragen door het scepticisme van de meerderheid van de beleggers. Zoals Sir John Templeton, de voortrekker van de beleggingsfondsen, heel terecht deed opmerken: "Bullmarkten worden geboren uit pessimisme, groeien door scepticisme, rijpen door optimisme en sterven bij euforie". Gelukkig zijn we nog ver van euforie...

### **Aantrekkelijke perspectieven voor aandelen...**

Uit de crisis komen is een geleidelijk proces: de drie grote risico's waarvan de samenloop en gelijktijdige uitbarsting volgens econoom Nouriel Roubini tot een "perfecte storm" zouden leiden, lijken in 2013 te verflauwen:

- De eurocrisis verliest geleidelijk aan stoom naarmate de verschillende noodmaatregelen worden genomen, inderdaad te langzaam maar toch in de goede richting.

- De Amerikaanse begrotingsafgrond werd op het nippertje vermeden door een lastminute-akkoord. Er staan nog andere belangrijke en lastige punten op de agenda (schuldenplafond, vermindering van de staatsschuld...), maar het begrotingsakkoord is door de kerk en geeft wat respijt om deze problemen geleidelijk aan te pakken.
- Het risico van een harde landing in China lijkt ook minder waarschijnlijk. De laatste statistieken wijzen op een stabilisatie van het groeitempo rond 7% tot 8%. Deze overgangperiode zou geschikt moeten zijn voor het uitvoeren van de nodige hervormingen om de verschillende groeipolen van het land opnieuw in evenwicht te brengen, en tegelijkertijd de internationale wanverhoudingen verder te beperken die in de laatste tien jaar zijn ontstaan (lopende rekeningen van de betalingsbalansen, buitensporige verstoringen van het concurrentievermogen, hussedruk op de grondstofprijzen, enz.).

Wij beginnen 2013 dus vol vertrouwen. Uiteraard zullen er nog turbulenties optreden, want de crisis is verre van voorbij, maar de aandelen lijken ons duidelijk betere perspectieven te bieden dan de vastrentende beleggingen.

### **Beleggingsstrategie**

Onze strategie, zoals uitgelegd in ons verslag van het derde kwartaal, blijft onveranderd: in een wereldwijd klimaat van economische vertraging gaat onze voorkeur uit naar bedrijven met een dominante positie in marktsegmenten met een hoge toegevoegde waarde, met hoge toegangsdrempels en met een hoge Return on Equity.

- In Azië blijft ons hoofdthema dat van de uitbreiding van de middenklasse die bevorderend is voor de sectoren van de consumptie en de infrastructures. Wij behouden een grote weging in de Koreaanse markt, waar groei en rendement niet duur zijn (geschatte P/E van 9,7).
- In de Verenigde Staten en Noord-Europa gaat onze voorkeur uit naar bedrijven in nichemarkten met een hoge toegevoegde waarde. Zo hebben wij in de loop van het kwartaal de volgende posities ingenomen:
  - o Autozone (reserveonderdelen voor auto's, Verenigde Staten): zeer regelmatige groei (16%) dankzij een leiderspositie, en het hoogste rendement van de sector (nettomarge van 10,9%).
  - o Union Pacific (spoorwegvervoer, zuidwesten van de Verenigde Staten): naar aanleiding van een groeiende vraag naar - minder vervuilend - spoorwegvervoer ten koste van het wegvervoer, hebben zware investeringen in de afgelopen jaren de capaciteit sterk uitgebreid. Verwachte langetermijngroei van 13%, nettomarge van 18,6%, ROE van 19,7.
  - o Deutsche Post (brievenpost en logistieke diensten, Duitsland): dankzij zijn dochterbedrijf DHL, biedt dit bedrijf goede groeiperspectieven (9,5% op lange termijn) in een stabiele sector, en een goed rendement (ROE van 14,2).

Het lijkt ons interessant, en bemoedigend, op te merken dat ondanks het eerder sombere beursklimaat van de afgelopen jaren, een aantal effecten in de portefeuille in 2012 nieuwe historische hoogtepunten hebben opgetekend, wat hun outperformance ten opzichte van de indices weerspiegelt:

- Alliance Data Systems
- Brenntag
- Hannover Rueckversicherung
- Lanxess
- Hyundai Motor
- Samsung
- Regeneron (verkocht in mei 2012)
- Union Pacific

## TreeTop Portfolio SICAV

De grootste stijgers die bijdragen tot de performance van het fonds (exclusief het wisselkoerseffect) dit jaar, betreffen enkele bijzonder goed presterende effecten met een grote weging in de portefeuille:

Ageas Fortis Cashes	+4,78%
Alliance Data Systems	+3,14%
Ageas Fresh	+2,19%
Aberdeen Asset Management	+1,38%
Hannover Rueckversicherung	+1,36%
Tui Travel	+1,05%
Daimler	+1,02%
Kepeco	+0,98%

De negatieve bijdragen blijven beperkt, want de betrokken effecten hebben maar een kleine weging in de portefeuille:

Salix Pharmaceuticals	-0,42%
Simplo Technology	-0,16%
361 Degrees International	-0,13%

Al met al tekent het fonds in 2012 een behoorlijke stijging op, hoger dan die van zijn benchmark index (de MSCI World All Countries local currency).

	NIW 31/12/2012	Prest 3 maanden	Prest (return*) 12 maanden
Klasse A EUR Cap.	€226,78	+4,53%	+19,22%
Klasse B USD Cap.	\$293,27	+4,99%	+19,39%
Klasse C GBP Dis.	£100,66	+4,98%	+15,36% (+19,25%*)
Klasse D EUR Dis.	€216,00	+4,54%	+15,60% (+19,22%*)

\* Deze return omvat de dividenduitkering in het tweede kwartaal voor de klassen C GBP (3 GBP) en D EUR (6 EUR)

## 3. TREETOP GLOBAL OPPORTUNITIES

Het Fonds bestaat nu al vijf jaar tijdens welke de beleggingsvisies verdeeld zijn geweest tussen euforie en wanhoop. Het marktbeeld verschilde sterk van elke andere recente periode in de geschiedenis van de economie. De westerse financiële crisis en de eraan verbonden steunmaatregelen van de regeringen/centrale banken hebben het marktbeeld snel en ingrijpend gewijzigd. Veel beleggingsstrategieën hebben hierop met moeite kunnen inspelen. Het Global Opportunities Fund heeft het reilen en zeilen van de markten vrij goed doorstaan. De filosofie van het beleggen in zones met een toenemende winstgroei heeft de beleggingen van het Fonds afgewisseld met wegingen in sectoren, regio's en landen met vrij goede beleggingskansen.

Het vierde kwartaal heeft de algemene trend van het derde kwartaal voortgezet, met een outperformance van de Europese aandelenmarkten ten opzichte van de Amerikaanse. In Azië lijkt het erop dat de Chinese economie een, hoewel lager, stabiel groeiritme heeft hervonden. Zoals blijkt uit de B-klasse voor particuliere beleggers tekent het Fonds een goede performance op, met een stijging van 6,5% in USD ten opzichte van 2,46% in USD voor de onderliggende markten gemeten door de benchmark index, de MSCI All Countries World. Deze outperformance is hoofdzakelijk toe te schrijven aan een gediversifieerde aandelselectie in China, Portugal, Taiwan, Australië, het VK, Japan en de VS. Al deze beleggingen zijn terug te vinden in de top 10 van de beste bijdragen tot de performance van het Fonds. Epistar en AirAsia waren verantwoordelijk voor de grootste negatieve bijdrage aan de performance.

	NIW 31/12/2012	Q4 2012	MSCI AC World Q4	Jaar 2012	MSCI AC World 2012
Klasse EUR* Kap.	€111,04	+5,99%	+2,82% <sup>#</sup>	+19,05%	+13,18% <sup>#</sup>
Klasse USD Kap.	\$116,74	+6,50%	+2,46%	+20,57%	+13,44%
Klasse GBP Dis.	£141,16	+6,76%	+1,90%	+15,43%	+8,32%
I-klasse EUR Kap.	€11.331,07	+3,87%	+0,23%	+19,18%	+11,40%
I-klasse USD Kap.	\$94,75	+6,71%	+2,46%	+21,17%	+13,44%
I-klasse GBP Kap.	£93,44	+6,90%	+1,90%	+16,00%	+8,32%
R-klasse EUR Kap.	€108,94	+3,06%	+0,23%	+8,99% **	+3,84%
R-klasse SEK Kap.	SEK 105,70	+5,16%	+1,60%	+5,81% **	+0,32%

\* De EUR-klasse is grotendeels gehedged

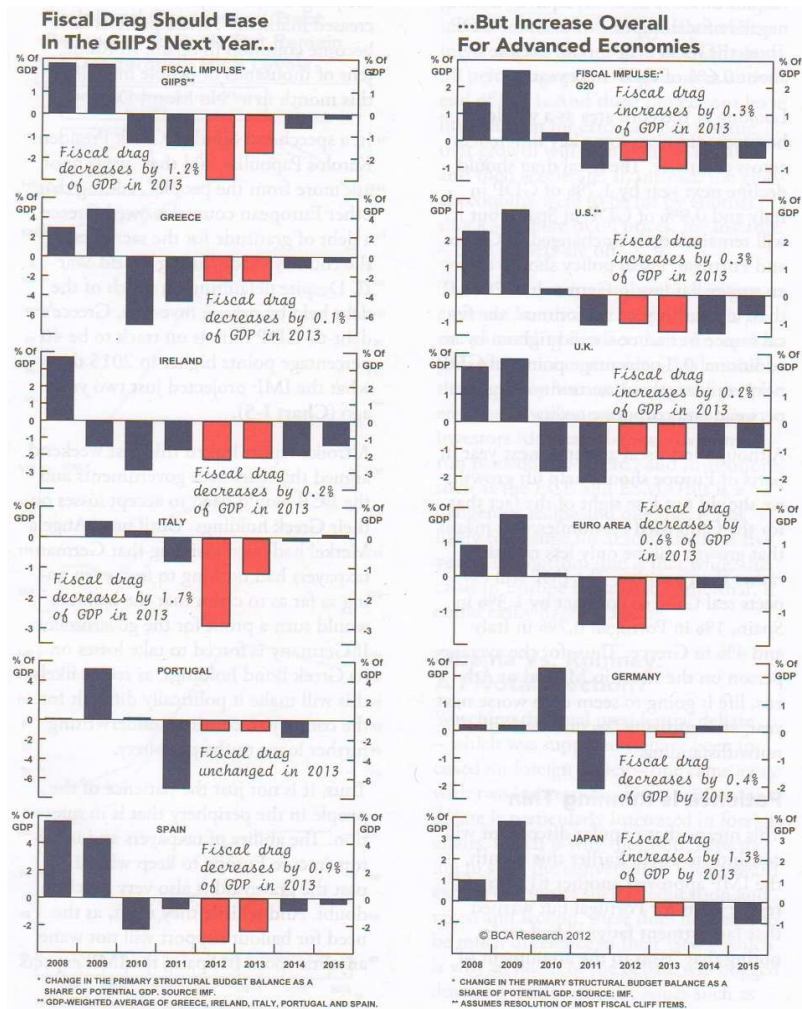
\*\*de R-klassen EUR en SEK werden op 26 april 2012 gelanceerd

<sup>#</sup> MSCI AC World in lokale valuta

In ons vorig kwartaalverslag hadden wij het over de monetaire omgeving van een negatieve reële rente (d.w.z. dat de inflatie hoger is dan de nominale rente) op lange termijn, financiële repressie genaamd. Wij meenden toen dat wij ons in een dergelijke omgeving bevinden en dat de aandelenmarkten hierdoor de obligatiemarkten voor geruime tijd zullen outperformen (mogelijkerwijs meer dan 10 jaar). Wij zijn nog altijd die mening toegedaan. Wij zijn ook dieper ingegaan op het leiderschap waarvan de Europese Centrale Bank blijkt geeft in de aanpak van de eurocrisis, met de verklaring van Mario Draghi dat de ECB 'alles zal doen om de euro overeind te houden'. Draghi's verklaring heeft het marktsentiment verbeterd met een spectaculair effect op de hogere 'spread' (de door de beleggers geëiste effectieve risicopremie) van de obligatierendementen in de eurolanden ten opzichte van Duitsland. Het betere marktsentiment in de perifere eurolanden werd verder gestimuleerd door het akkoord dat de IMF en de eurolanden hebben bereikt over het lopende Griekse bezuiningspakket in ruil voor financiële steun. Verrassend genoeg zijn het die perifere markten waar enkele van de beste beleggingskansen te vinden zijn. De scherpe krediet- en fiscale inkrimpingen van 2011 en 2012 beginnen nu plaats te ruimen voor gunstigere vooruitzichten in Portugal, Italië en Spanje.

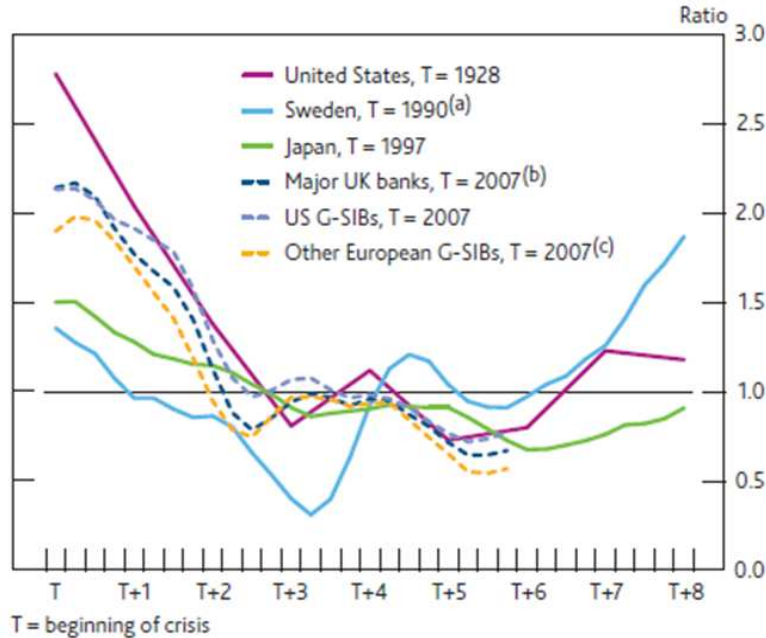


Wij bedoelen niet dat deze economieën op jaarbasis een groei zullen optekenen, maar dat de zogenaamde 'fiscal drag' zal afnemen met een positieve krediet- en fiscale impuls. Dit is het omgekeerde van de fiscale situatie in de VS, Japan en het VK, zoals blijkt uit de grafieken van een recente publicatie van Bank Credit Analyst.



Deze gunstigere context heeft ons ertoe aangezet om een aantal beleggingskansen in Zuid-Europa te bestuderen. Zo is gebleken dat de verbeterde risicopremie, de nauwere spreads op de staatsobligaties en het vooruitzicht dat de schuldencyclus van oninbare vorderingen een hoogtepunt heeft bereikt, nog niet in de waarderingen van sommige financiële aandelen in de regio waren doorberekend. In het afgelopen jaar hebben de centrale banken zich erop toegelegd de omvang van dit schuldenprobleem te kwantificeren en ervoor te zorgen dat de sector voldoende kapitaal kon opbrengen om het probleem aan te pakken en uiteindelijk opnieuw te groeien naarmate de regio zich herstelt. De VS heeft dit proces veel vroeger doorlopen en had dit tegen eind 2009 voltooid. Het is interessant op te merken dat bij eerdere financiële crisissen, de banksector van de getroffen landen ongeveer 5 jaar na het begin van de crisis in termen van koers-boekwaardeverhouding een laagtepunt bereikte. Het lijkt er dus op dat de geschiedenis zich weer gaat herhalen.

Koers-boekwaardeverhoudingen van de banksector na eerdere financiële crises

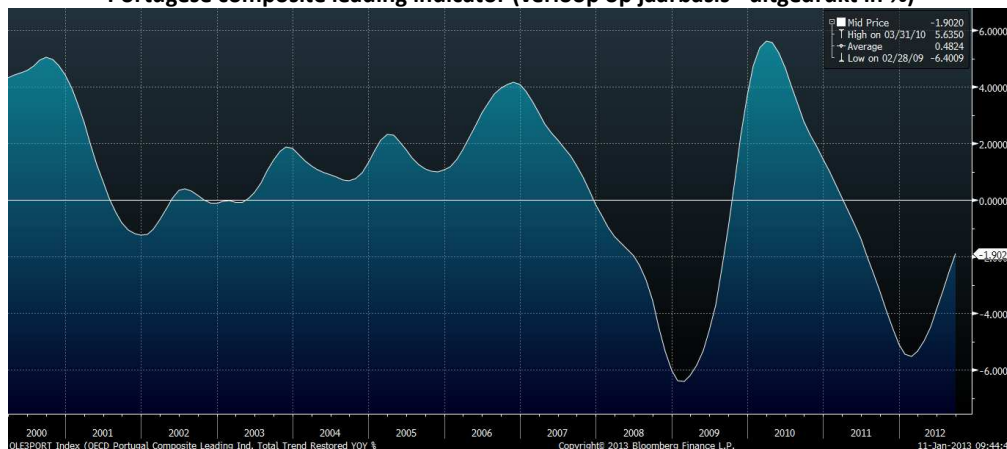


Sources: Calomiris, C W and Wilson, B (2004), 'Bank capital and portfolio management: the 1930s 'capital crunch' and the scramble to shed risk', *Journal of Business*, Vol. 77, No. 3, pages 421–55, Thomson Reuters Datastream and Bank calculations.

- (a) Svenska Handelsbanken and SEB.
- (b) Excludes Britannia, Co-operative Banking Group, Nationwide and Northern Rock (from end-2007).
- (c) See footnote (d) in Chart 2.3.

Andere indicatoren doen vermoeden dat de Spaanse en Portugese economieën 6 tot 9 maanden van hun laagtepunt verwijderd zijn. De grafiek hierna geeft de Portugese composite leading indicator weer die begin 2013 een opwaartse trend optekent, wat erop wijst dat de economische activiteit rond half 2013 uit het slop zal raken. Zowel in Portugal als in Spanje stellen wij een aanzienlijke verbetering vast van de arbeidskosten, en de begrotingsaanpassing is vrijwel rond, waardoor het primaire tekort wordt opgeheven. Importen dalen en exporten stijgen, wat betekent dat de handel nu ook een positieve bijdrage levert aan het BBP.

Portugese composite leading indicator (verloop op jaarbasis - uitgedrukt in %)



In het afgelopen kwartaal, hebben wij posities ingenomen in Banco Espirito Santo en Intesa Sanpaolo in de banksector, in Mediaset in de mediasector en in Bolsas Y Mercados Espanoles in 'andere financials'.

Banco Espirito Santo - BES is Portugals grootste bank in termen van marktkapitalisatie en heeft een sterke nationale focus. Portugal staat vermoedelijk als eerste in de rij voor de Outright Monetary Transactions (OMT), het opkoopprogramma van de ECB. BES houdt een grote portefeuille van Portugese staatsobligaties en zal, indien Portugal om OMT verzoekt, voordeel hebben bij de aanzienlijke kapitaalsverhoging en de daling van de financieringskosten. Het leningenboek wordt verminderd om de kapitaalratio's te verbeteren, oninbare leningen stabiliseren en de deposito's beginnen tekenen van groei te vertonen. Op het moment van de aankoop werd het aandeel verhandeld tegen 0,5 keer zijn materiële boekwaarde ('tangible book value').

Bolsas Y Mercados Espanoles - BME is de operator van de Madrileense aandelenbeurs, derivatenbeurs en clearinghouse. BME past een bedrijfsmodel toe met een hoge operationele leverage en zou een hogere winst moeten optekenen naarmate de handelsvolumes opveren, vooral wanneer gedreven door de mogelijke opheffing van het verbod op shortselling (het verbod op shortselling vermindert de volumes meestal met 10-15%). Tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2012 van 10 en een dividendrendement van 10% wordt het aandeel nog altijd verhandeld tegen een ondermaatse ratio die zou moeten verbeteren naarmate de volumes opnieuw hun niveaus van vóór de crisis bereiken.

Mediaset - Mediaset is de grootste Italiaanse mediagroep met een grote blootstelling aan televisiereclame. De groep heeft ook 41,55% van Mediaset España in handen of de helft van een Spaans duopolie. Vanwege zijn hoge vaste kosten werd de groep hard getroffen door de crisis. Dezelfde operationele leverage betekent echter dat de winstgroei zelfs vóór het herstel van de consumptieve bestedingen zal optreden doordat de bedrijven op voorhand opnieuw in reclame gaan investeren. Het politieke staartrisiko lijkt eveneens van de baan, met aandeelhouder Silvio Berlusconi's verminderde politieke activiteiten en de afnemende bezorgdheid over het uiteenvallen van de eurozone. Wij verwachten positieve winstcijfers in 2013 en meer dan de verdubbeling ervan in 2014.

In de VS hebben wij onze aandacht vooral toegespitst op de verbetering van de nationale economie. De Amerikaanse huizenmarkt heeft zijn herstel voortgezet en tekent zowel in volumes als in prijzen betere cijfers op. Door de resolute interventie van de Federal Reserve om hypothecaire obligaties op te kopen, blijven de huizenprijzen nog altijd zeer betaalbaar en de hypothecaire rente op een decennialang laagtepunt. Onze belegging in Citigroup tekent nog altijd goede resultaten op. Beleggers verhogen hun impliciete waarderingen van de activa van Citigroup Holdings (de 'slechte bank') die grotendeels hypotheekgerelateerd zijn. Onze aandelenbeleggingen in bedrijven van bouwmaterialen, zoals Ingersoll Rand, Owens Corning en Louisiana Pacific, tekenen goede resultaten op terwijl beleggers op een gezonde haussecyclus anticiperen. Wij hebben de forse stijging van Louisiana Pacific benut om onze positie in dit bedrijf af te bouwen.

De zogenaamde begrotingskloof ('fiscal cliff') was de voornaamste reden van de marktvolatiliteit aan het einde van het jaar terwijl de Democraten en Republikeinen hun politiek steekspel tot op het laatste uur hebben aangehouden, vóór de inwerkingtreding van automatische bezuinigingen ('sequestration cuts'). Uiteindelijk werd toch een compromis gesloten, maar het gebrek aan een akkoord over het schuldenplafond dat in de komende drie maanden op de agenda staat, zal een bron van onzekerheid zijn. Terwijl de begrotingskwestie het betere nieuws in andere economische sectoren de loef afsteekt, blijven wij bij ons standpunt dat de VS in 2013 geen groei zal optekenen. De portefeuille heeft nu een grotere weging in Europa dan in de VS. Wij hebben een nieuwe positie ingenomen in Delta Airlines waar de recessie de concurrentie van zes operationele luchtvaartmaatschappijen tot drie heeft teruggebracht.

*Delta Air lines - Delta Airlines is de grootste luchtvaartmaatschappij ter wereld met een dominante marktpositie in vluchten van en naar New York. Na een consolidatieperiode en met gunstigere marktvoorwaarden heeft Delta Airlines zijn capaciteitsbenutting zien verbeteren. Lowcostmaatschappijen breiden hun marktaandeel niet langer uit, waardoor Delta Airlines een groter prijsstellingsvermogen heeft wat de marges bevordert. Delta Airlines' marktpositie in vluchten van en naar New York werd recentelijk versterkt door de verwerving in december 2012 van een belang in Virgin Atlantic. Daarnaast zouden Delta Airlines' resultaten ook voordeel moeten hebben bij zijn brandstofpositie: de olieprijsen kunnen dalen en de overname van een olieraffinaderij laat Delta Airlines toe de kost van de crack spread te beperken (door de raffinage in-house uit te voeren en door overeenkomsten om andere raffinageproducten te verhandelen). Dit zou tot een jaarlijkse besparing kunnen leiden van ongeveer 300 miljoen USD. Bij de aankoop werd het aandeel verhandeld tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2012 van 5,6.*

*Onze recentste reis naar Azië heeft ons niet kunnen overtuigen van het potentieel van een opleving van de Chinese economische groei. Het blijkt duidelijk dat China's nieuwe leider ingenomen is met de nieuwe lagere groeiveaus en de wanverhoudingen in de economie wenst aan te pakken (toegelicht in ons vorig kwartaalverslag en in het huidige vijfjarenplan). Het betere nieuws van recente Chinese data is hoofdzakelijk toe te schrijven aan de aanleg van voorraden en de hervatting van enige handel met Europa. Recentere hogere inflatiecijfers wijzen op de weinige speelruimte van de PBOC om de economie door een soepel monetair beleid te stimuleren. Vanuit beleggingsoogpunt blijven twee thema's overwegen: mobiele data/smartphones en spoorinfrastructuurinvesteringen. De lancering van smartphones op de Chinese markt van minder dan 1.000 RMB dankzij de binnenlandse smartphonefabrikanten heeft het gebruik van mobiele data en smartphones fors doen stijgen. In deze sector houden wij posities in China Unicom, de mobiele telefoonoperator, in China Communication Services, de infrastructuurspecialist, en hebben een nieuwe positie ingenomen in Spreadtrum, de ontwikkelaar van applicatieprocessoren. Spoorinfrastructuurinvesteringen waren na het ernstige treinongeval in 2011 min of meer tot een stilstand gekomen. Na een opzienbarend onderzoek zien wij de eerste tekenen van nieuwe investeringen. In 2012 hebben wij een positie gehouden in Zhuzhou CSR Times Electric, de fabrikant van rollend materieel, en hebben recentelijk een nieuwe positie ingenomen in Hollysys.*

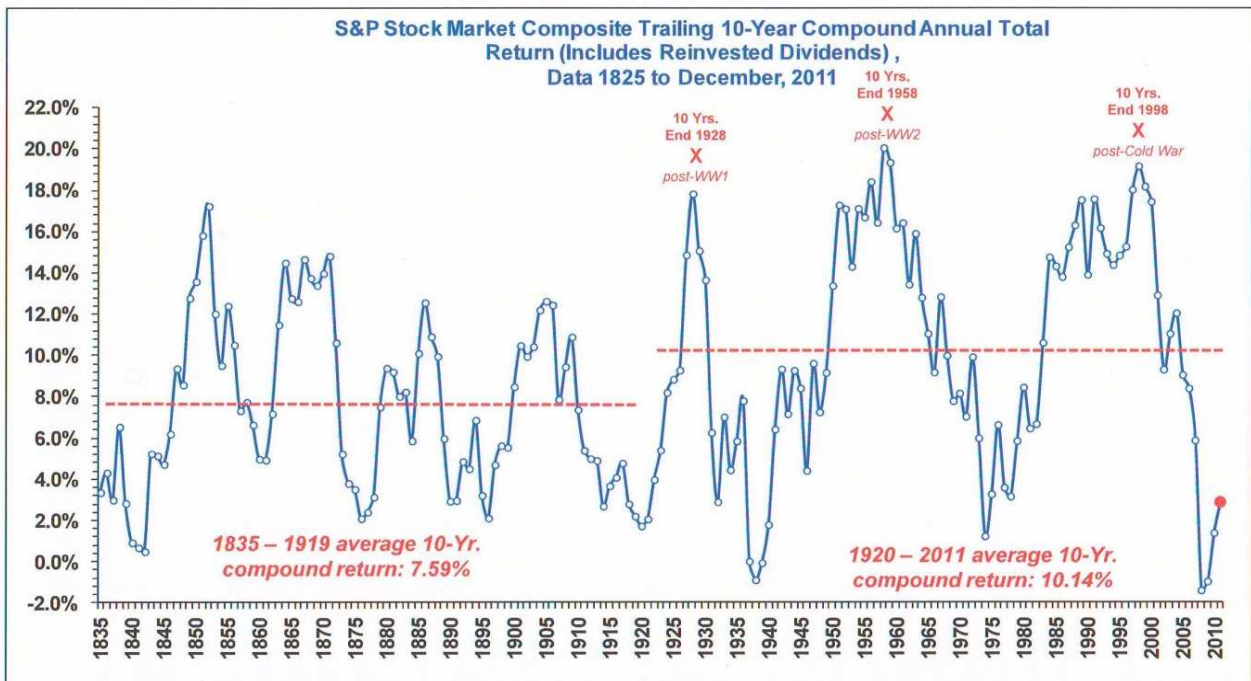
*Hollysys - Hollysys is een Chinese fabrikant van signalisatie, automatisering en besturingstechnologie met een groeiende aanwezigheid in Zuidoost-Azië en het Midden-Oosten. Het bedrijf is actief in een markt met hoge toegangsdrempels. Zijn technologie voldoet aan de Europese normen maar biedt het voordeel goedkoper en lokaal geproduceerd te zijn. Hollysys heeft onlangs een contract van 19 miljoen USD gesloten met de Singaporese metro voor een nieuwe signalisatie-installatie (met eventueel aanvullende opdrachten), een ware krachttoer rekening houdend met de strenge veiligheidsregels in Singapore. De winstverwachtingen voor de komende twee jaar zijn positief, het aandeel wordt verhandeld tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2013 van 11.*

*Japan, door internationale beleggers ruimschoots verwaarloosd, is in de afgelopen weken opnieuw in de belangstelling gekomen. De reden hiervan zijn de Japanse verkiezingen en de erop volgende overwinning van Shinzo Abe, leider van de LDP. Om de trage economische groei in Japan er opnieuw bovenop te helpen en de yen te doen depreciëren, heeft de nieuwe premier voor een agressieve aanpak gekozen. Hij heeft een economisch stimuleringsprogramma aangekondigd en zet de Bank of Japan onder druk om haar inflatiedoelstelling te verhogen. In de afgelopen weken is de koers van de yen fors gedaald wat de Japanse exporteurs een hoognodig respijt heeft gegeven. Wij beginnen ook duidelijke tekenen te zien van lang verwachte bedrijfsherstructureringen. Het zou wel eens kunnen dat wij in de komende maanden onze posities in deze markt gaan versterken.*

## Vooruitzichten

Nadat de gevolgen van de negatieve reële rente langzaam beginnen door te dringen, zijn de beleggers in het afgelopen kwartaal de obligaties de rug beginnen toekeren ten gunste van de aandelen. Wij menen dat dit een meerjarensenario is en dat veel beleggers nog onderwogen zijn in aandelen. De wereldwijde groeiomgeving die wij in de toekomst zullen zien, zal zich kenmerken door kortere cycli met een kleinere omvang. In een dergelijke omgeving is het belangrijk de enkele seculaire groeikansen te herkennen, want veel industrieën hebben een te grote productiecapaciteit en de bedrijven binnen die industrieën zullen te kampen krijgen met een beperkt prijsstellingsvermogen. De focus van de portefeuille op bedrijven met een toenemende winstgroei betekent dat wij blijven beleggen in deze minderheid van bedrijven die in een economische context van een lage wereldwijde groei, sterke groeikansen bieden.

De wereldwijde groei zal worden gesteund door het herstel van de eurozone die, zoals eerder vermeld, belangrijke beleggingskansen biedt. Waarderingen, zowel in de eurozone als elders, zijn zeer aantrekkelijk en wijzen op het potentieel van zowel revaluatie als winstgroei. Zoals beschreven in ons vorig kwartaalverslag zouden, wanneer wij terugblikken op de afgelopen 200 jaar, de aandelenrendementen van hun huidige lusteloos rendement van 2% op jaarbasis moeten opveren tot een rendement van 8% tot 10% in de komende 10 jaar.



Source: "A New Historical Database for the NYSE 1815 to 1925: Performance and Predictability," Yale University used with permission. Post-1925 data for stocks are Ibbotson/Morningstar and Standard & Poor's large-cap equity. Note that the stock market return includes dividends. Chart format and annotations are Stifel Nicolaus & Co. As for the final cycle shown, the S&P 500 as of 12/31/98 was 1,229.23 and as of 12/31/11 the index was 1,257.60. essentially discounting risk, in our view.

## 4. Fund Prestatie

	NIW 31/12/2012	Prest 3 maanden	Prest 12 maanden
TreeTop Portfolio International A EUR Cap.	€ 116,72	+3,72%	+13,04%
TreeTop Portfolio International P EUR Cap.	€ 114,23	+3,72%	+13,04%

## TREETOP PORTFOLIO CONSERVATIVE

Beste beleggers,

Het fonds *TreeTop Patrimoine Conservative* heeft als doelstelling een professioneel en gediversifieerd portefeuillebeheer aan te bieden in drie activa klassen: aandelen, converteerbare obligaties en klassieke obligaties of bancaire deposito's doormiddel van OPC's die geïnvesteerd zijn in aandelen, converteerbare obligaties, obligaties of in directe lijnen van activa. Het fonds bevoordeelt obligaties maar kan echter tot voor een derde van d'activa van het compartiment blootgesteld worden aan internationale aandelen.

De portefeuille van dit compartiment is op 31 december 2012 als volgt ingedeeld:

- 69.5% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 20.2% in de sicav *TreeTop Convertible International*, waarvan u het gedetailleerd rapport hieronder terugvindt
- 10.16% in de sicav *TreeTop Global Opportunities*, waarvan u het gedetailleerd rapport hieronder terugvindt.

### 1. Beleggingen met vaste rente (70.4%)

Het obligatiegedeelte bestaat uit:

- Middellange termijn OLO's van de Belgische Staat (looptijd 2016), die verder voordeel hebben gehaald uit de daling van de spreads van de Belgische leningen ten opzichte van de Duitse leningen. De OLO met looptijd 2013, waarvan het rendement op praktisch 0 was gevallen, is verkocht en voor een stuk geherinvesteerd in Italiaanse staatsobligaties.
- De obligatie ITALIAN GOVT BOND 4.75% 05/01/17: wij hebben onze posities gedurende het kwartaal aangevuld. Het rendement aangeboden door de obligaties van de Italiaanse Staat (4% op 5 jaar) lijkt ons aantrekkelijk ten opzichte van de fundamentele van dit land: zowel op economisch niveau als op de begrotingsniveau is de situatie aanzienlijk beter gesteld dan in Spanje en eerder te vergelijken met de situatie in Frankrijk. De drastische maatregelen van de overheid Monti, zouden Italië zelfs in een comfortabelere positie dan Frankrijk kunnen brengen binnen twee jaar. De vooruitzichten verzameld door Bloomberg hebben inderdaad melding gemaakt van een duidelijke en snelle verbetering: begrotingstekort teruggebracht tot -1,8% van het BBP en een tekort op de lopende rekening tot -1,6% vanaf 2013. De strategie van de Europese Centrale Bank heeft bovendien de markten gerustgesteld en voor een dalende druk op de intrestvoeten gezorgd.
- Korte termijnobligaties uitgegeven door banken van zeer goede kwaliteit: BGL BNP Paribas en ING.

De deposito's worden aangehouden bij banken van zeer goede kwaliteit: Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat (Luxembourg), BGL BNP Paribas, ING en Banque Degroof.

### 2. TreeTop Convertible International

Blz 5

### 3. TreeTop Global Opportunities

Blz 16

### 4. Fund Prestatie

	NIW 31/12/2012	Prest 3 maanden	Prest 12 maanden
TreeTop Portfolio Conservative A EUR Cap.	€ 109,74	+2,12%	+8,26%
TreeTop Portfolio Conservative P EUR Cap.	€ 109,76	+1,85%	+8,21%

Opmerking: de informatie in dit rapport betreft het verleden en geeft geen indicatie over toekomstige resultaten.



---

## **Verslag van de Bedrijfsrevisor**

### **Aan de aandeelhouders van TreeTop Portfolio SICAV**

---

*Na de beslissing van de Raad van Bestuur van 17 april 2012, hebben wij de bijgevoegde financiële staten van TreeTop Portfolio SICAV en van zijn compartimenten gecontroleerd, inclusief de staat van de nettoactiva en de staat van de effectenportefeuille op 31 december 2012, evenals de staat van de verrichtingen en de staat van de wijzigingen in de nettoactiva voor het boekjaar afgesloten op deze datum, en de bijlage die een overzicht omvat van de voornaamste methoden voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen bij de financiële staten.*

#### **Verantwoordelijkheid van de Raad van Bestuur van de SICAV voor de jaarrekening**

*De Raad van Bestuur van de SICAV is verantwoordelijk voor de opstelling en de eerlijke voorstelling van deze jaarrekening, conform de geldende wettelijke en reglementaire voorschriften betreffende de opstelling en presentatie van de jaarrekening in Luxemburg, evenals voor de interne controle die hij nodig acht om de jaarrekening te kunnen opstellen vrij van significante onregelmatigheden als gevolg van fraude of fouten.*

#### **Verantwoordelijkheid van de de Bedrijfsrevisor**

*Het is onze verantwoordelijkheid om op basis van onze controle een opinie te verstrekken over deze financiële staten. Wij hebben onze controle uitgevoerd volgens de International Standards on Auditing voor Luxemburg van de Commission de Surveillance du Secteur Financier. Deze normen vereisen dat we de ethische regels respecteren en dat we de controle plannen en realiseren om redelijkerwijze te garanderen dat de jaarrekening geen significante onregelmatigheden bevat.*

*Een controle houdt de uitvoering van procedures in om bewijsmateriaal te vinden voor de in de jaarrekening vermelde bedragen en informatie. De keuze van de procedures komt toe aan de bedrijfsrevisor, alsmede de beoordeling van het risico of de jaarrekening significante onregelmatigheden bevat, ongeacht of die het gevolg zijn van fraude of fouten. De Bedrijfsrevisor houdt bij deze risicobeoordelingen rekening met de interne controlemaatregelen die van kracht zijn in de onderneming betreffende de opstelling en de getrouwe weergave van de financiële staten, om hiervoor gepaste controleprocedures te definiëren, en niet om een opinie te verstrekken over de doeltreffendheid hiervan.*

*Een controle omvat tevens de waardering van het geschikte karakter van de gebruikte boekhoudkundige methodes en het redelijke karakter van de boekhoudkundige ramingen van de Raad van Bestuur van de SICAV, evenals de waardering van de presentatie van de jaarrekening.*



*We achten de bewijskrachtige elementen die we hebben verzameld, voldoende en geschikt om onze opinie te vormen.*

**Opinie**

*Naar onze mening geeft de jaarrekening een getrouw beeld van het vermogen en de financiële toestand van TreeTop Portfolio SICAV en van zijn compartimenten per 31 december 2012, alsmede van het resultaat van zijn verrichtingen en de wijzigingen van de nettoactiva voor het boekjaar dat op die datum is afgesloten, in overeenstemming met de wettelijke en reglementaire voorschriften voor de opstelling en de presentatie van de jaarrekening die van kracht zijn in Luxemburg.*

**Overige**

*De aanvullende informatie die in het jaarverslag is opgenomen, is in het kader van onze controleopdracht gecontroleerd, maar is niet onderworpen aan specifieke controleprocedures volgens de hiervoor beschreven normen. Wij verstrekken bijgevolg geen oordeel over deze informatie. Niettemin vereist deze informatie geen opmerking van ons in het kader van de jaarrekening in zijn geheel.*

*PricewaterhouseCoopers S.à r.l.  
Vertegenwoordigd door*

*Luxemburg, 2 april 2013*

*Valérie Arnold*



Overzicht van het nettovermogen per 31 december 2012

(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
<b>ACTIVA</b>			
Effectenportefeuille tegen waarderingswaarde (toelichting 1a)	23.933.948,89	10.471.512,89	34.405.461,78
Banktegoeden	6.647.455,95	11.995.613,57	18.643.069,52
Te ontvangen rente op obligaties	34.292,64	37.669,68	71.962,32
Te ontvangen rente op termijntransacties	2.485,55	9.292,65	11.778,20
<b>Totale activa</b>	<b>30.618.183,03</b>	<b>22.514.088,79</b>	<b>53.132.271,82</b>
<b>PASSIVA</b>			
Te betalen taksen en kosten (toelichting 3)	28.847,34	25.019,65	53.866,99
<b>Totale passiva</b>	<b>28.847,34</b>	<b>25.019,65</b>	<b>53.866,99</b>
<b>NETTOACTIVA</b>	<b>30.589.335,69</b>	<b>22.489.069,14</b>	<b>53.078.404,83</b>
Aantal aandelen in omloop (aan het einde van het boekjaar)			
- Klasse A EUR -Kap-	176.672,361	52.731,397	
- Klasse P EUR -Kap-	87.273,389	152.167,253	
Netto-inventariswaarde per aandeel (aan het einde van het boekjaar)			
- Klasse A EUR -Kap-	116,72	109,74	
- Klasse P EUR -Kap-	114,23	109,76	

De bijgaande toelichtingen en tabellen vormen een geheel met dit verslag.

Staat van de verrichtingen van 1 januari tot 31 december 2012

(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
<b>INKOMSTEN</b>			
Ontvangen rente op obligaties (toelichting 1g)	105.101,54	119.648,87	224.750,41
Interesten op beleggingen (toelichting 1g)	20.658,84	28.389,57	49.048,41
<b>Totaal</b>	<b>125.760,38</b>	<b>148.038,44</b>	<b>273.798,82</b>
<b>UITGAVEN</b>			
Beheersprovisie (toelichting 4)	19.994,09	4.943,52	24.937,61
Distributieprovisie (toelichting 8)	30.138,54	29.831,46	59.970,00
Provisie voor de bewaarder (toelichting 7)	5.837,30	3.491,87	9.329,17
Abonnementstaks (toelichting 5)	4.141,55	5.842,53	9.984,08
Administratiekosten	23.775,07	21.964,29	45.739,36
Diverse kosten en provisies	18.092,63	13.580,98	31.673,61
Debetrente	4.857,46	1.324,53	6.181,99
<b>Totaal</b>	<b>106.836,64</b>	<b>80.979,18</b>	<b>187.815,82</b>
<b>NETTO-INKOMSTEN</b>	<b>18.923,74</b>	<b>67.059,26</b>	<b>85.983,00</b>
Gerealiseerde nettomeer- /minderwaarde (toelichting 1b)			
- beleggingen	617.088,07	212.872,08	829.960,15
<b>GEREALISEERDE NETTOWINST/(-VERLIES)</b>	<b>636.011,81</b>	<b>279.931,34</b>	<b>915.943,15</b>
Wijziging van niet-gerealiseerde meer- /minderwaarde (toelichting 1e)			
- beleggingen	2.669.903,80	802.984,58	3.472.888,38
<b>RESULTAAT VAN DE VERRICHTINGEN</b>	<b>3.305.915,61</b>	<b>1.082.915,92</b>	<b>4.388.831,53</b>

De bijgaande toelichtingen en tabellen vormen een geheel met dit verslag.

**Ontwikkeling van de nettoactiva  
van 1 januari tot 31 december 2012  
(per compartiment)**

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
<b>NET ASSETS (at the beginning of the Financial Year)</b>	<b>23.201.963,42</b>	<b>10.132.137,96</b>	<b>33.334.101,38</b>
NET PROFIT / LOSS	18.923,74	67.059,26	85.983,00
Net Realised Profit / (Loss) (toelichting 1b) - on investments	617.088,07	212.872,08	829.960,15
<b>Sub-total</b>	<b>23.837.975,23</b>	<b>10.412.069,30</b>	<b>34.250.044,53</b>
Subscriptions / Redemptions			
- Subscriptions	15.691.413,64	16.595.911,12	32.287.324,76
- Redemptions	-11.609.956,98	-5.321.895,86	-16.931.852,84
<b>Net Subscriptions / Redemptions</b>	<b>4.081.456,66</b>	<b>11.274.015,26</b>	<b>15.355.471,92</b>
Change in Net Unrealised Appreciation / (Depreciation) (toelichting 1e) - on investments	2.669.903,80	802.984,58	3.472.888,38
<b>NET ASSETS (at the end of the Financial Year)</b>	<b>30.589.335,69</b>	<b>22.489.069,14</b>	<b>53.078.404,83</b>

De bijgaande toelichtingen en tabellen vormen een geheel met dit verslag.

Overzicht van de Effectenportefeuille per 31 december 2012

(compartiment TreeTop Portfolio International)

VALUTA	BENAMING	HOEVEELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.12 IN EURO	% TOTAAL NETTO ACTIVA
	<b>Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt</b>				
	<b>Obligaties</b>				
EUR	BELGIUM OLO 3,25 06-280916	550.000	512.372,67	606.251,25	1,98
	BNP PARIBAS 2,875 10-130715	320.000	318.767,27	335.641,60	1,10
	ING BANK 3,375 10-030315	290.000	290.714,12	305.109,00	1,00
	ITALY BTP 4,75 12-010517	1.075.000	1.055.905,00	1.146.084,37	3,75
	ITALY BTP 5,50 12-011122	980.000	1.021.029,00	1.061.854,50	3,47
	<b>Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt</b>		<b>3.198.788,06</b>	<b>3.454.940,72</b>	<b>11,30</b>
	<b>Andere effecten</b>				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	45.243	8.884.747,99	10.260.195,07	33,54
	TREETOP GLOAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	92.028	9.284.510,37	10.218.813,10	33,40
	<b>Totaal Andere effecten</b>		<b>18.169.258,36</b>	<b>20.479.008,17</b>	<b>66,94</b>
	<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>		<b>21.368.046,42</b>	<b>23.933.948,89</b>	<b>78,24</b>

De bijgaande toelichtingen en tabellen vormen een geheel met dit verslag.

**Geografische spreiding per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment) (\*)

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	20.479.008,17	66,94
ITALIË	2.207.938,87	7,22
BELGIË	606.251,25	1,98
FRANKRIJK	335.641,60	1,10
NEDERLAND	305.109,00	1,00
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>23.933.948,89</b>	<b>78,24</b>

(\*) De geografische spreiding ligt op de legale oorsprong van de effect, en niet op de oorsprong van de onderliggend

**Sectorale spreiding per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment)

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	20.479.008,17	66,95
STATEN	2.814.190,12	9,20
BANKEN	640.750,60	2,09
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>23.933.948,89</b>	<b>78,24</b>

**Spreiding per valuta per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment)

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	23.933.948,89	78,24
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>23.933.948,89</b>	<b>78,24</b>

Overzicht van de Effectenportefeuille per 31 december 2012

(compartiment TreeTop Patrimoine Conservative)

VALUTA	BENAMING	HOEVEELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.12 IN EURO	% TOTAAL NETTO ACTIVA
	<b>Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt</b>				
	<b>Obligaties</b>				
EUR	BELGIUM OLO 3,25 06-280916	700.000	652.050,00	771.592,50	3,43
	BNP PARIBAS 2,875 10-130715	350.000	348.600,00	367.108,00	1,63
	ING BANK 3,375 10-030315	400.000	400.920,00	420.840,00	1,87
	ITALY BTP 4,75 12-010517	1.375.000	1.350.300,00	1.465.921,88	6,52
	ITALY BTP 5,50 12-011122	570.000	593.826,00	617.609,25	2,75
	<b>Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt</b>		<b>3.345.696,00</b>	<b>3.643.071,63</b>	<b>16,20</b>
	<b>Andere effecten</b>				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	20.035	4.127.609,21	4.543.532,76	20,20
	TREETOP GLOBAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	20.577	2.055.387,14	2.284.908,50	10,16
	<b>Totaal Andere effecten</b>		<b>6.182.996,35</b>	<b>6.828.441,26</b>	<b>30,36</b>
	<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>		<b>9.528.692,35</b>	<b>10.471.512,89</b>	<b>46,56</b>

De bijgaande toelichtingen en tabellen vormen een geheel met dit verslag.

**Geografische spreiding per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment) (\*)

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	6.828.441,26	30,37
ITALIË	2.083.531,13	9,26
BELGIË	771.592,50	3,43
NEDERLAND	420.840,00	1,87
FRANKRIJK	367.108,00	1,63
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>10.471.512,89</b>	<b>46,56</b>

(\*) De geografische spreiding ligt op de legale oorsprong van de effect, en niet op de oorsprong van de onderliggend

**Sectorale spreiding per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment)

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	6.828.441,26	30,36
STATEN	2.855.123,63	12,70
BANKEN	787.948,00	3,50
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>10.471.512,89</b>	<b>46,56</b>

**Spreiding per valuta per 31 december 2012**

(in percentage van de totale nettoactiva per compartiment)

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	10.471.512,89	46,56
<b>Totaal van de effectenportefeuille</b>	<b>10.471.512,89</b>	<b>46,56</b>

**Wijzigingen in het aantal aandelen  
van 1 januari tot 31 december 2012**

	TreeTop Patrimoine International	TreeTop Patrimoine Conservative
Aantal aandelen in omloop in het begin van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	222.894,723	50.000,000
- Kapitalisatie P	2.500,000	50.000,000
Aantal aandelen uitgegeven tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	60.242,873	27.937,482
- Kapitalisatie P	84.773,389	128.091,073
Aantal aandelen terugbetaald tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	106.465,235	25.206,085
- Kapitalisatie P	0,000	25.923,820
Aantal aandelen in omloop op het einde van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	176.672,361	52.731,397
- Kapitalisatie P	87.273,389	152.167,253

**Ontwikkeling van het kapitaal, de totale nettoactiva en de  
aandelenkoers**

COMPARTIMENT	DATUM	AANDELEN IN OMLOOP	NETTOACTIVA TOTAAL	KOERS VAN HET AANDEEL
TreeTop Patrimoine International (in EUR)	15.10.09 (*)	Kap A 375.000,000	37.500.000,00	Kap A 100,00
	31.12.09	Kap A 375.000,000	38.205.158,00	Kap A 101,88
	31.12.10	Kap A 376.053,931	42.646.223,92	Kap A 113,40
	31.12.11	Kap A 222.894,723 Kap P 2.500,000	23.201.963,42	Kap A 102,96 Kap P 100,77
	31.12.12	Kap A 176.672,361 Kap P 87.273,389	30.589.335,69	Kap A 116,72 Kap P 114,23
	TreeTop Patrimoine Conservative (in EUR)	17.10.11 (*)	Kap A 50.000,000	10.104.210,79
31.12.11		Kap P 50.000,000 Kap A 50.000,000	10.132.137,96	Kap P 101,04 Kap A 101,29
31.12.12		Kap P 50.000,000 Kap A 52.731,397	22.489.069,14	Kap P 101,35 Kap A 109,74
31.12.12		Kap A 52.731,397 Kap P 152.167,253		Kap A 109,74 Kap P 109,76

(\*) eerste NIW berekening



**Toelichtingen bij de financiële staten  
per 31 december 2012**

**TOELICHTING 1 - BOEKHOUDKUNDIGE PRINCIPES EN METHODES**

De financiële staten van de SICAV worden voorbereid in overeenstemming met de van kracht zijnde wetgeving inzake collectieve beleggingsorganismen.

**a) Waardering van de effectenportefeuille**

De effecten genoteerd aan een officiële beurs worden gewaardeerd op basis van de slotkoers op 31 december 2012 en, indien ze op meerdere markten zijn genoteerd, tegen de koers van de belangrijkste markt voor het betreffende effect.

De effecten genoteerd aan een andere gereguleerde markt worden gewaardeerd op basis van de slotkoers en, indien ze op meerdere markten zijn genoteerd, tegen de slotkoers van de belangrijkste markt voor het betreffende effect.

De aandelen/deelbewijzen van ICB's worden gewaardeerd op basis van hun laatste officiële netto-inventariswaarde die beschikbaar is op de waarderingdag (d.w.z. de noteringskoers, als de ICB genoteerd is, of de netto-inventariswaarde die wordt meegegeed door de administratief agent van de ICB), of de laatste niet-officiële netto-inventariswaarde indien die recenter is (in dit geval op basis van een waarschijnlijke netto-inventariswaarde die voorzichtig en te goeder trouw wordt geraamd door de Raad van Bestuur, of op basis van andere bronnen zoals informatie van de beheerder van de betreffende ICB).

Effecten die niet aan de beurs zijn genoteerd of waarvan de koers niet representatief is, worden gewaardeerd tegen hun laatst gekende marktwaarde of, indien er geen marktwaarde is vastgesteld, tegen de waarschijnlijke marktwaarde die wordt bepaald aan de hand van waarderingcriteria die door de Raad van Bestuur voorzichtig worden geacht.

**b) Gerealiseerde nettowinst of gerealiseerd nettoverlies op beleggingen**

De winsten of verliezen gerealiseerd bij de verkoop van effecten worden berekend op basis van de gemiddelde aankoopprijs van de verkochte effecten.

**c) Omrekening van vreemde valuta's**

Alle tegoeden die niet zijn uitgedrukt in de valuta van het betrokken compartiment, worden omgerekend naar de valuta van het compartiment tegen de wisselkoers geldend in Luxemburg op de balansdatum (toelichting 3).

De waarde van het nettovermogen van de SICAV is gelijk aan de som van de nettowaarden van de verschillende compartimenten, omgezet in euro tegen de wisselkoers geldend in Luxemburg op de balansdatum.

**d) Kosten voor aankoop van de effecten in portefeuille**

Voor effecten die zijn uitgedrukt in andere valuta's dan de valuta van de SICAV, worden de aankoopkosten berekend op basis van de wisselkoers geldend op de dag van de aankoop.

**e) Niet-gerealiseerde winst en verlies**

De niet-gerealiseerde winst en verlies op het einde van het boekjaar zijn eveneens opgenomen in "Staat van de verrichtingen". Dit is in overeenstemming met de geldende regels.

**f) Wijzigingen in de effectenportefeuille**

De tabel van de wijzigingen in de effectenportefeuille is kosteloos verkrijgbaar op de zetel van de SICAV.

**g) Inkomsten**

Voor rente wordt er elke dag een voorziening aangelegd.

**Toelichtingen bij de financiële staten  
per 31 december 2012**

**TOELICHTING 2 - WISSELKOERSEN OP 31 DECEMBER 2012**

1	EUR =	0,8111	GBP
1	EUR =	1,3184	USD

**TOELICHTING 3 - TE BETALEN BELASTINGEN EN KOSTEN**

	EUR
Beheersprovisie (toelichting 4)	6.324,06
Abonnementstaks (note 5)	3.221,89
Distributiekosten	22.979,54
Provisie voor de Depotbank (toelichting 7)	1.863,96
Provisie voor de Administratief Agent (toelichting 6)	10.000,00
Overige kosten	9.477,54
<b>Totaal</b>	<b>53.866,99</b>

**TOELICHTING 4 - BEHEERSPROVISIE**

Een commissie van beheer zal van 1% en 0,50% bedraagt voor aandelen van Klasse A en P van het compartiment TreeTop Patrimoine International; 0,60% en 0,30% voor aandelen van Klasse A en P van het compartiment TreeTop Patrimoine Conservative per jaar, betaalbaar driemaandelijks door de Beheersvennootschap van SICAV op de gemiddelde nettovermogen van de betrokken klasse in de loop van het beschouwde kwartaal.

Wanneer de activa van het compartiment belegd zijn in rechten van deelneming in ICB's beheerd door de Beheersvennootschap, worden de door de Beheersvennootschap ontvangen beheersprovisies zodanig berekend dat de totale beheersprovisie die de Beheersvennootschap heft op het niveau van het compartiment en van de ICB's die het compartiment in portefeuille heeft, voor elke klasse niet meer bedraagt dan de voornoemde percentages.

**TOELICHTING 5 - ABONNEMENTSTAKS**

De SICAV is in Luxemburg een belasting verschuldigd van 0,05% per jaar van haar nettovermogen. Deze belasting is elk kwartaal verschuldigd op basis van het nettovermogen van de SICAV bij de afsluiting van het betreffende kwartaal. De abonnementstaks is niet verschuldigd op de activa die zijn belegd in instellingen voor collectieve belegging die al aan deze belasting zijn onderworpen.

De SICAV is geen abonnementstaks verschuldigd op het deel van haar activa dat belegd is in ICB's die al aan de abonnementstaks zijn onderworpen.

**TOELICHTING 6 - PROVISIES VOOR DE DOMICILIERINGS-, ADMINISTRATIEF EN TRANSFERAGENT**

Als vergoeding voor haar functie als domiciliëringsagent van de SICAV heeft de Banque Degroof Luxembourg S.A. recht op een domiciliëringsprovisie ten belope van forfaitair EUR 2.500,- per jaar.

Als vergoeding voor haar functie als administratiefagent en transferagent van de SICAV heeft de Banque Degroof Luxembourg S.A. recht op een jaarlijkse provisie van 0,04% berekend op basis van de gemiddelde nettovermogen van elke compartiment, met een minimum van EUR 20.000,- per jaar.

**Toelichtingen bij de financiële staten  
per 31 december 2012**

**TOELICHTING 7 - PROVISIE VOOR DE DEPOTBANK**

Als vergoeding voor zijn functies van Depotbank van de SICAV ontvangt Banque Degroof Luxembourg S.A. een jaarlijkse provisie van 0,02%, berekend op basis van het gemiddelde nettovermogen van elk compartiment en elk kwartaal betaalbaar.

Bovenop dit percentage komt eveneens een vaste provisie per transactie.

**TOELICHTING 8 - DISTRIBUTIE PROVISIE**

Een distributieprovisie van 0,3% per jaar voor de aandelen van klasse P van TreeTop Patrimoine Conservative, betaalbaar per kwartaal en berekend op de gemiddelde nettovermogen van de klasse P in de loop van het beschouwde kwartaal.

Een distributieprovisie van 0,5% per jaar voor de aandelen van klasse P van TreeTop Patrimoine International, betaalbaar per kwartaal en berekend op de gemiddelde nettovermogen van de klasse P in de loop van het beschouwde kwartaal.

Wanneer de activa van het compartiment belegd zijn in rechten van deelneming in ICB's beheerd door de Beheervenootschap, worden de door de Beheervenootschap ontvangen distributieprovisies zodanig berekend dat de totale distributieprovisie geheven op het niveau van het compartiment en van de ICB's die het compartiment in portefeuille heeft, niet meer bedraagt dan het voornoemde percentage

**TOELICHTING 9 - BEPALING VAN HET TOTAALRISICO**

Het totaalrisico is een maatregel die werd ingevoerd om het hefboomeffect te beperken dat het gebruik van afgeleide financiële instrumenten op niveau van elk compartiment doet ontstaan. De methode die wordt toegepast om dit risico op niveau van elk compartiment van de SICAV te berekenen, zal die zijn van de verplichtingen. Deze methode bestaat erin de posities in afgeleide financiële instrumenten om te zetten in equivalente posities op de onderliggende activa en de totale marktwaarde van deze equivalente posities te berekenen.

**TOELICHTING 10 - TRANSACTIEKOSTEN**

De transactiekosten (makelaarskosten, bankprovisies, belastingen, bewaarkosten en andere) op de aankopen en de verkopen voor het boekjaar bedragen:

Compartiment	Totaalbedrag aan kosten voor aankopen	Totaalbedrag aan kosten voor verkopen	Valuta
Treetop Patrimoine Conservative	0,00	0,00	EUR
Treetop Patrimoine International	195,00	325,00	EUR

Transactiekosten, die het SICAV voor aankopen en verkopen van effecten en overige activa gesteund, bestaan hoofdzakelijk uit bankkosten en makelaarskosten. De meeste van deze kosten zijn inbegrepen in de transactieprijs gebruikt om niet-/ gerealiseerde winst of verlies rekenen.

Transactiekosten op afgeleide financiële instrumenten zijn niet in deze bedragen inbegrepen.