

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 2013

*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'ANSEMOURG, Bestuurder TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxemburg Marc-André BECHET, Directeur BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG S.A., Luxemburg André BIRGET, Chief Investment Officer 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 - 21</i>
<i>Verslag van de Bedrijfsrevisor.....</i>	<i>22 - 23</i>
<i>Overzicht van het nettovermogen.....</i>	<i>24</i>
<i>Staat van de verrichtingen.....</i>	<i>25</i>
<i>Ontwikkeling van de nettoactiva.....</i>	<i>26</i>
<i>Overzicht van de effectenportefeuille, geografische spreiding, sectorale spreiding, spreiding per valuta</i>	
<i>TreeTop Patrimoine International.....</i>	<i>27 - 28</i>
<i>TreeTop Patrimoine Conservative.....</i>	<i>29 - 30</i>
<i>Wijzigingen in het aantal aandelen.....</i>	<i>31</i>
<i>Ontwikkeling van het kapitaal, de totale nettoactiva en de aandelenkoers.....</i>	<i>31</i>
<i>Toelichtingen bij de financiële staten.....</i>	<i>32 - 34</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

De portefeuille van **TreeTop Patrimoine International** is op 31 december 2013 als volgt ingedeeld:

- 34.1% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 33.1% in TreeTop Convertible International, compartiment van beleggingsfonds naar Luxemburgs recht, waarvan u het gedetailleerd beheersrapport hieronder terugvindt
- 32.8% in TreeTop Global Opportunities, compartiment van beleggingsfonds naar Luxemburgs recht, waarvan u het gedetailleerd beheersrapport hieronder terugvindt.

1. Beleggingen met vaste rente (34.1%)

Het obligatiegedeelte is samengesteld uit:

- OLO's van de Belgische Staat op middellange termijn (looptijd 2016) waarvan het rendement nagenoeg onveranderd is over het kwartaal;
- effecten ITALIAN GOVT BOND 4,75% 05/01/17 en 5,50% 1/11/22: ondanks de stijging van de Duitse rente is de Italiaanse rente opnieuw gedaald. De spreads zijn dan ook aanzienlijk gedaald, wat getuigt van een geleidelijk hernieuwd vertrouwen in de eurozone.
- obligaties op korte termijn uitgegeven door banken met een zeer goede reputatie: BNP Paribas en ING.

De deposito's zijn gespreid over banken met een zeer goede reputatie: BGL BNP Paribas, ING en Banque Degroof.

2. TreeTop Convertible International (33.1%)

Conjunctuur- en beursklimaat

In het vierde kwartaal hebben de industrielanden hun hausetrend voortgezet en het jaar zodoende met een forse stijging afgesloten. De opkomende markten die in het eerste halfjaar zware verliezen hebben geleden, hebben in het tweede halfjaar beter gepresteerd, maar de meeste tekenen over het gehele jaar negatieve prestaties op.

De cumulatieve stijging sinds de dieptepunten van 2009 (meer dan 100%) en het feit dat sommige markten (Verenigde Staten, Duitsland) nieuwe historische hoogtepunten optekenen, hebben aanleiding gegeven tot tal van alarmistische geruchten over een imminente krach. Wij zijn die mening echter niet toegedaan en wel om de volgende redenen:

- De dieptepunten van 2009 waren het gevolg van een algemeen financieel paniekscenario en weerspiegelden niet de werkelijke waarde van de bedrijven. De erop volgende hausse vertegenwoordigt grotendeels een terugkeer naar meer realistische waarderingen.
- Hoewel sommige markten nieuwe hoogtepunten optekenen, zitten vele nog ver onder hun hoogtepunt van 2007 en zelfs onder dat van 2000, terwijl de rente fors is gedaald, wat de beurswaardering des te aantrekkelijker maakt.
- Een studie van Dianne Lob (Alliance Bernstein) wijst erop dat de markten, logischerwijs, regelmatig nieuwe hoogtepunten optekenen, aangezien zij op lange termijn in het kielzog van hun winstgroei haussegericht zijn. Sinds 1900 heeft de S&P 500-index vrijwel de helft van de tijd op een niveau gestaan dat dicht bij (op minder dan 5%) zijn vorige hoogtepunt ligt. Om een idee te hebben van het marktrisico, moet niet het absolute niveau maar wel het waarderingsniveau in aanmerking worden genomen. Uit de onderstaande grafiek blijkt dat de prestaties van de Amerikaanse markt voor beleggingen uitgevoerd dicht bij vorige hoogtepunten niet opmerkelijk lager liggen dan voor beleggingen uitgevoerd onder deze hoogtepunten.

Prestaties van de S&P 500-index voor beleggingen uitgevoerd op basis van het absolute niveau of van het waarderingsniveau van de markt (1970-2013)

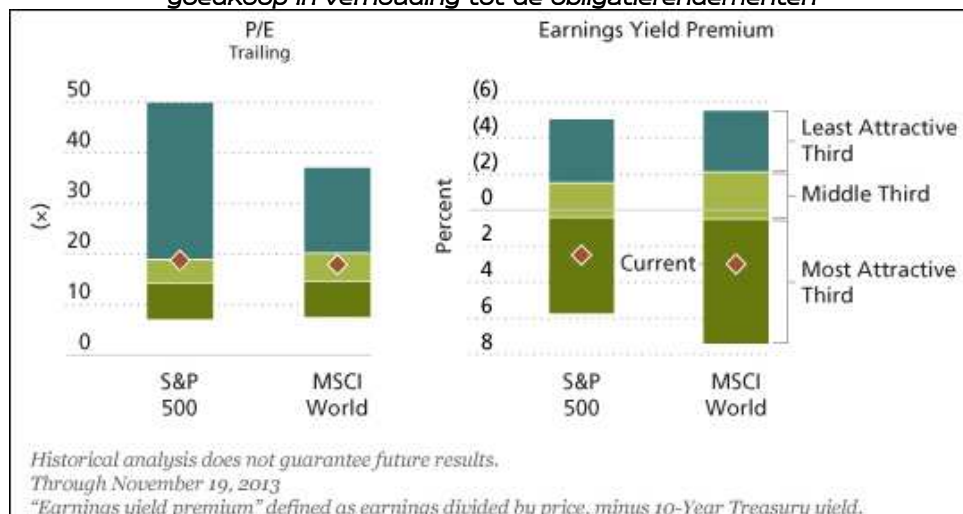


Bron: FactSet, S&P, Alliance Bernstein

De prestaties (grafiek rechts) zijn echter opmerkelijk beter voor beleggingen uitgevoerd op lage waarderingsniveaus dan voor beleggingen uitgevoerd op hoge waarderingsniveaus.

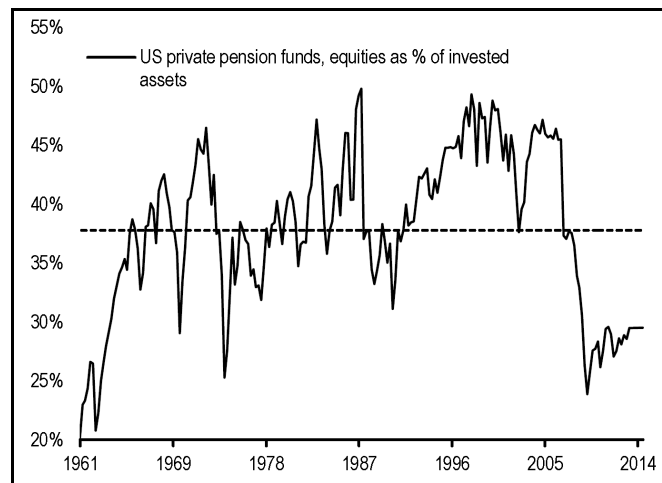
Nog steeds in de Verenigde Staten zijn de huidige waarderingsniveaus, dicht bij hun historisch gemiddelde, wat duur. De aandelen zijn echter heel goedkoop, rekening houdend met de lage rente. Het winstrendement (Earnings yield of nettowinst gedeeld door de koers) ligt namelijk opmerkelijk hoger dan het rendement van de staatsobligaties op 10 jaar, zowel in de Verenigde Staten (S&P 500-index) als op wereldniveau (MSCI World-index).

In verhouding tot hun winst zijn de Amerikaanse aandelen wat duur, maar ze zijn heel goedkoop in verhouding tot de obligatierendementen



Bron: FactSet, S&P, Alliance Bernstein

De aandelenweging van de activa van de Amerikaanse pensioenfondsen ligt ver onder het historisch gemiddelde, wat wijst op een reëel potentieel voor herinvesteringen in aandelen.



Bron: Thomson Reuters, Credit Suisse Research

Ten slotte menen veel analisten dat de zeer hoge winstmarges die de bedrijven thans optekenen, niet houdbaar zijn. Let echter wel, zoals *Crédit Suisse (Global Equity Strategy, 3 december 2013)* trouwens doet opmerken, dat twee structurele elementen bijdragen tot deze hogere marges:

- De forse stijging van het effectief aantal arbeidskrachten wereldwijd (van 500 miljoen in 1980 tot 2 miljard in 2005) heeft een dempend effect op de loonstijgingen.
- Door de versnelling van technologische innovatie wordt de kapitaalfactor geleidelijk aan door de werkfactor vervangen.

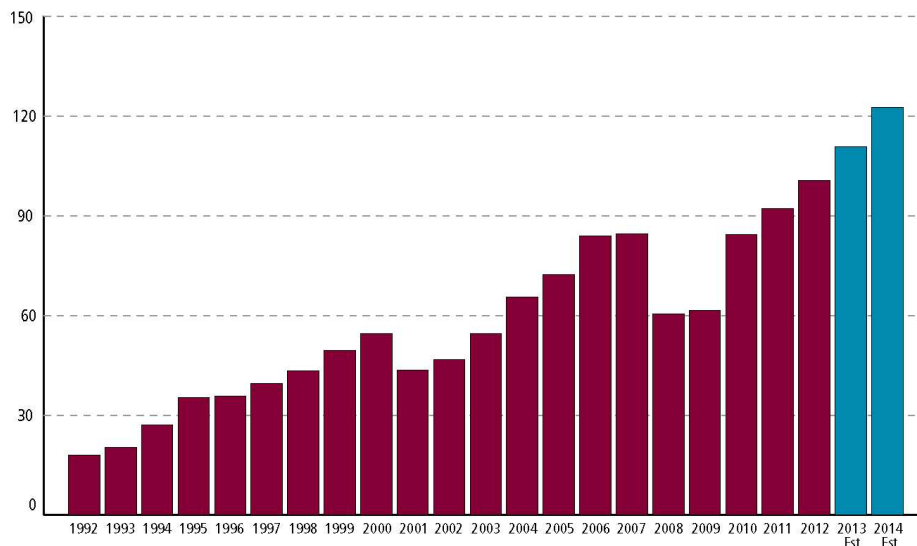
De daling van de marges zou dus minder uitgesproken kunnen zijn dan de voorspellingen van de analisten.

Winstgroei

Aangenomen dat, om de voornoemde redenen, de markten niet overgewaardeerd zijn, neemt dit niet weg dat na een inhaalbeweging, de voortzetting van de hausse door een winstgroei moet worden gedragen.

De vooruitzichten voor 2014 en 2015, zowel voor in de Verenigde Staten als in Europa en Azië, zijn erg bemoedigend.

Winst per aandeel - S&P 500



Bron: Bloomberg, Skylands Capital

De winstcijfers zijn echter niet spectaculair en wij menen dat het er nu op aan komt te beleggen in bedrijven die qua winstgroei een duidelijk hoger potentieel bieden dan het marktgemiddelde. Dergelijke groeiwaarden moeten de volgende kenmerken hebben:

- Ze moeten hun sporen hebben verdiend en dus een uitzonderlijke voorbije en toekomstige groeicurve optekenen, gekoppeld aan een operationele kwaliteit die hoger is dan het sectorgemiddelde.
- Ze moeten hun activiteiten uitoefenen in een algemene groeisector die op middellangellange termijn goede vooruitzichten biedt. Dat is bijvoorbeeld niet het geval voor cyclische sectoren zoals de sector van de grondstoffen of nog van de luchtvaartmaatschappijen.

De portefeuille van TreeTop Convertible International heeft een grote weging in groeiwaarden waarvan wij hierna de belangrijkste kenmerken beschrijven.

1. ALLIANCE DATA SYSTEMS

Dit Amerikaanse bedrijf heeft een unieke expertise ontwikkeld op het gebied van klantenkaartnetwerken voor private merken. Wij stellen namelijk een structurele verschuiving vast van de traditionele reclameoplossingen naar oplossingen op basis van loyaltyprogramma's en gerichte marketingacties door de benutting van databases. ADS telt drie divisies:

- *Private Label Credit Cards*: klantenkaartnetwerk voor private merken met een totaal van 110 klantbedrijven (47% van de omzet). Deze divisie tekent een sterke groei op, zowel organisch als door de overname van portefeuilles met een bestaande clientèle. Deze portefeuilles van schuldvorderingen tekenen een zeer hoog brutorendement op: 33% ten opzichte van een financieringspercentage van 2,1%.
- *Epsilon*: diverse marketingservices (27% van de omzet). Deze divisie biedt een aanzienlijk groeipotentieel aangezien ADS slechts een aandeel heeft van 1% van een markt die op 200 miljard dollar wordt geschat.
- *Loyalty One*: "Air Miles" kaart in Canada, joint venture "Dotz" in Brazilië (25% van de omzet). Het succes van "Dotz" in Brazilië heeft ADS ertoe bewogen zich in het buitenland uit te breiden met de recente overname, voor 360 miljoen dollar, van 60% van het in Amsterdam gevestigde BrandLoyalty, dat in Europa en Azië gelijksoortige services aanbiedt als ADS.

Sinds 5 jaar tekenen de omzet en de winst per aandeel op jaarbasis een gemiddelde groei op van respectievelijk 17,2% en 20%. De groeiverwachting voor 2014 en 2015 bedraagt 18,5%. ADS tekent een van de hoogste free cashflows (8,4%) op van de S&P 400-index, waardoor het bedrijf zijn overnames zelf kan financieren en een systematisch beleid kan voeren van terugkoop van eigen aandelen. De winsten tekenen een uitstekend groeiritme op, met analistenverwachtingen die regelmatig opwaarts worden herzien.

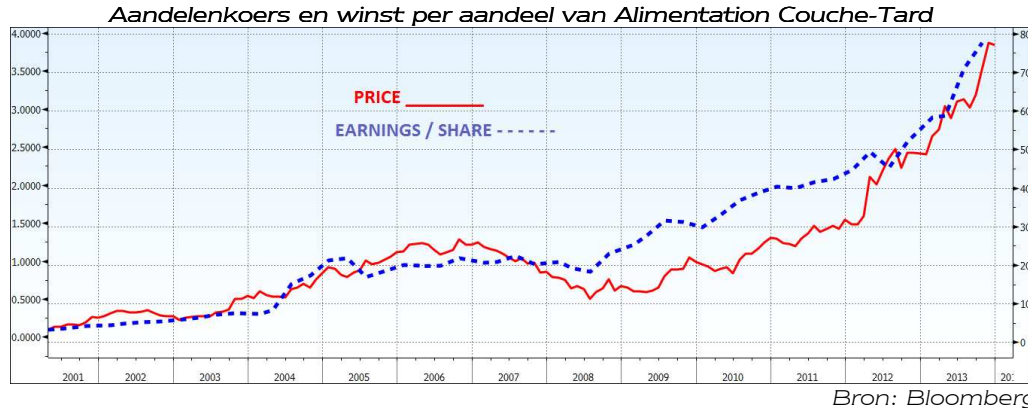
Aandelenkoers en winst per aandeel van Alliance Data Systems



Bron: Bloomberg

2. ALIMENTATION COUCHE-TARD

Dit Canadese bedrijf, leider in de zeer gefragmenteerde sector van buurtwinkels (convenience stores), heeft tot nu toe een uitzonderlijk parcours afgelegd: op 18 jaar is zijn koers met 150 vermenigvuldigd. Deze zeer stabiele sector biedt aantrekkelijke overnameperspectieven want de olieconcerns beginnen zich te ontdoen van deze voor hen niet-strategische participaties. Met de overname in 2012 van Statoil Fuel & Retail is de waarde van Alimentation Couche-Tard met 50% gestegen en heeft met succes de weg geëffend voor zijn internationalisering buiten Noord-Amerika. De geografische spreiding van de omzet ziet er als volgt uit: 50% in de VS, 20% in Canada en 30% in Europa. Sinds 5 jaar tekenen de omzet en de winst per aandeel op jaarbasis een gemiddelde groei op van respectievelijk 21,2% en 29,6%.



Met een aanzienlijke free cashflow (7,4%) kan het bedrijf zijn overnames gemakkelijk zelf financieren. Het bedrijf tekent een hoog en stabiel rendement op eigen vermogen (ROE) op: 21%. Het aandeel is niet duur: verwachte P/E van 15,8 ten opzichte van een groeiverwachting van ongeveer 20%. Bovendien heeft het bedrijf de winstverwachtingen van de analisten regelmatig overtroffen.

3. SAMSUNG ELECTRONICS

Samsung Electronics neemt wereldwijd in verschillende marktsegmenten een leiderspositie in: smartphones, elektronische onderdelen, beeldschermen, enz. Deze verticale integratie biedt Samsung een concurrentievoordeel: Samsung produceert zelf 70% van de elektronische onderdelen van zijn smartphones (geheugen, processor, display), terwijl Apple meer afhankelijk is van externe leveranciers, zoals Samsung. Samsung, zeer innovatief in de sector van elektronische onderdelen, geniet een nieuwe haussecyclus die het rendement ervan stimuleert en binnen 1 tot 2 jaar het aandeel in de totaalwinst van deze divisie tot 30% zou moeten doen stijgen. De sector van de smartphones (marktaandeel van 31%) en de tablets (marktaandeel van 17%) tekent een forse stijging op en vertegenwoordigt 65% van de bedrijfsresultaten. Wereldwijd tekenen Samsungs bedrijfsresultaten in 2013 een spectaculaire groei op (+73%) en zouden in de toekomst een groeiritme moeten aanhouden van 13%. Dankzij enorme investeringen (jaarlijks zowat 20 miljard dollar) is Samsung een speerpuntbedrijf in zijn sector.

Aandelenkoers en winst per aandeel van Samsung Electronics



Bron: Bloomberg

4. HYUNDAI MOTOR

Hyundai Motor, op wereldniveau de vijfde grootste groep in de automobielsector en met een productie van 4,4 miljoen auto's in 2012, heeft zowel in de industrielanden als in de opkomende landen zijn marktaandeel gestaag uitgebreid. De groep is vooral actief in China (marktaandeel van 7%), waar zijn auto's een uitstekend merkimage genieten. Dankzij een constante kwaliteitsverbetering streeft Hyundai openlijk het ambitieuze doel na om de kwaliteitsstandaard van de Duitse automerken te evenaren... Sinds 12 jaar heeft het bedrijf zijn verkoopcijfers verdubbeld en zijn winsten verviervoudigd. Hyundai tekent een uitstekend rendement op: met 10,1% is de operationele marge een van de hoogste van de sector en dankzij een strenge kostenbeheersing bereikt het rendement op eigen vermogen (ROE) 17%, wat het bedrijf een internationale concurrentiepositie verzekert. In 2014 en 2015 gaat het bedrijf een aantal nieuwe modellen op de markt brengen wat de belangstelling voor dit aandeel zou kunnen aanwakkeren, zoals dat het geval was in 2008 met de vernieuwing van het gamma, of meer recent voor Daimler en Tata Motors. Bovendien is het aandeel in verhouding tot zijn fundamentals uitzonderlijk goedkoop. De P/E 2014 voor het gewone aandeel bedraagt 5,9 en voor het door TreeTop Convertible International gehouden preferentiële aandeel 3,2. Met een disagio dat in de afgelopen 18 maanden is gedaald van 70% naar 46%, presteert het preferentiële aandeel beter dan het gewone aandeel. TreeTop Convertible International bezit eveneens aandelen van Hyundai Mobis, actief in de sector van de autoaccessoires en meerderheidsaandeelhouder van Hyundai Motor. Zijn koers, die zich op 15 jaar tijd met meer dan 100 heeft vermenigvuldigd, getuigt van een indrukwekkend beursparcours.

Aandelenkoers en winst per aandeel van Hyundai Motor Pfd



Aandelenkoers en winst per aandeel van Hyundai Mobis



Bron: Bloomberg

5. REGUS

Regus, genoteerd op de London Stock Exchange, is wereldleider in de sector van kantoorverhuur voor flexibel werken. Het bedrijf bedient dagelijks meer dan 1 miljoen klanten verspreid over 100 landen. Met een marktaandeel van 15% (tegenover slechts 1% voor het tweede grootste bedrijf in de sector) is Regus actief in een sector met hoge toegangsdrempels. Regus werd hard getroffen door de crisis van 2008/2009, maar door te blijven investeren is het bedrijf er met succes in geslaagd om het roer om te gooien. Op korte termijn weegt de recente opening van nieuwe business centers op de winsten, maar bevordert correlatief zijn groeipotentieel op middellange termijn. Van 2012 tot 2017 zal zijn omzet naar verwachting verdubbelen, terwijl de winsten op lange termijn op jaarbasis met 20% zouden moeten groeien. Zijn rendement op eigen vermogen (ROE) zou van 15,6 in 2013 moeten stijgen tot 31 in 2016. De markt heeft op deze goede cijfers geanticipeerd, waarvan de koers getuigt die in 2013 met 100% is gestegen. Met een P/E 2014 van 14 en P/E 2017 van 5 blijft het aandeel goedkoop.

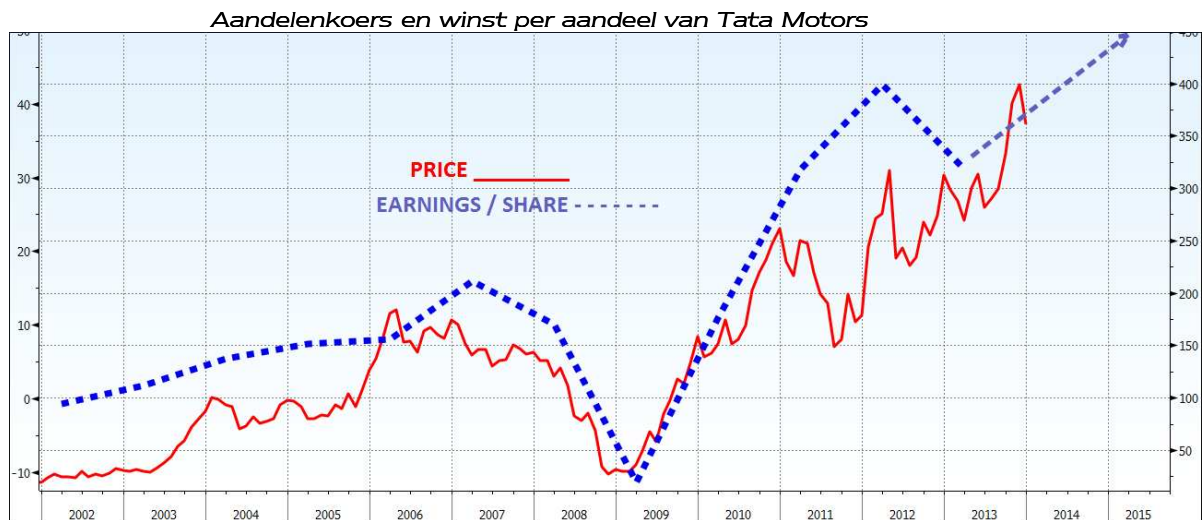
Aandelenkoers en winst per aandeel van Regus



Bron: Bloomberg

6. TATA MOTORS

Sinds dit Indiaas bedrijf in 2008 Jaguar en Land Rover van Ford heeft overgenomen, heeft het zijn omzetgroei en bedrijfsresultaten sterk verhoogd. Zijn omzet verdeelt zich als volgt: Land Rover 80%, Jaguar 15% en slechts 5% voor zijn Indiase activiteiten (auto's en vrachtwagens). Met een marktaandeel op wereldniveau van 13% neemt Tata Motors in het zeer winstgevende marktsegment van de SUV's (Sport Utility Vehicle) een leiderspositie in. De introductie van nieuwe modellen (Range Rover Evoque, Range Rover Sport, Jaguar XF et F Type onder meer) heeft de verkoopcijfers geboost, onder meer in China dat goed is voor 30% van de totale omzet. Tussen 2011 en 2015 voorspellen de analisten een verdubbeling van de omzet. Met een van de hoogste ROE's (29,7) in de sector tekent Tata Motors een uitstekend rendement op. De weinig renderende divisie van de Indiase binnenlandse auto's is het voorwerp van een kostenbesparingsprogramma. Ondanks een stijging van 1250% sinds zijn dieptepunt van 2009 is het aandeel goedkoop: verwachte P/E van 9,2 en van 7,3 voor 2015 voor een verwachte langetermijngroei van 20%.

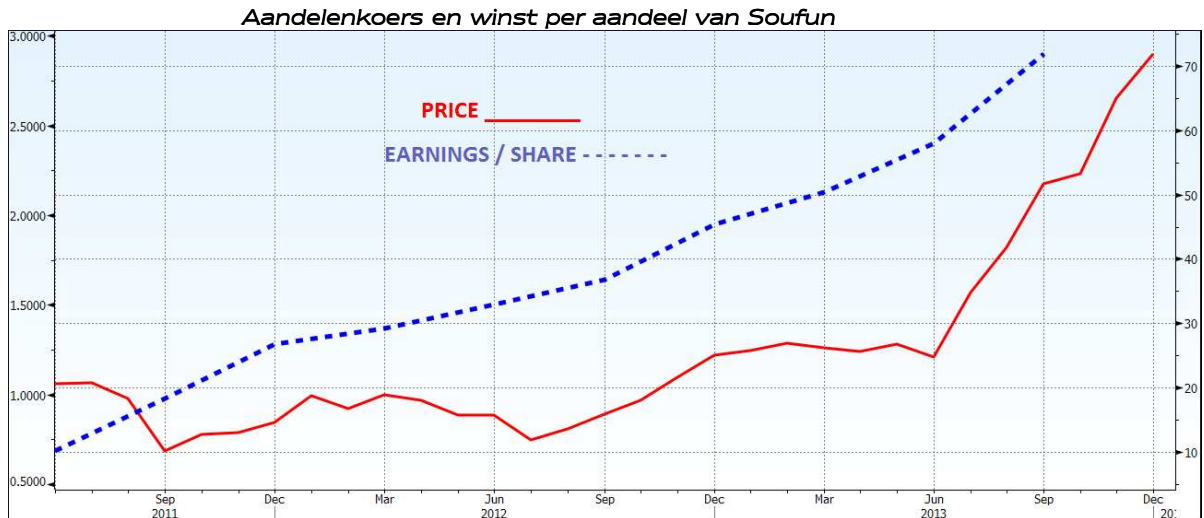


Bron: Bloomberg

7. SOUFUN

Soufun is het Chinese "Immoweb": een makelaarskantoor op het internet. Deze sector tekent een exponentiële groei op en zou in 2014 meer dan 10% van de totale omzet van de Chinese makelaarskantoren moeten vertegenwoordigen, tegenover 5% in 2013. Met 7.000 werknemers is Soufun tegelijk een baanbreker en leider van deze marktsector (marktaandeel van 50%), wat het bedrijf een aanzienlijk concurrentievoordeel geeft. Online makelaarskantoren danken hun succes vooral aan de lagere transactiekosten (1/3e van de gebruikelijke kost), aan een grotere transparantie van de prijzen en aan een veel ruimer aanbod.

Het aandeel, sinds 2010 genoteerd op de NYSE, heeft zijn omzet en winsten vertienvoudigd en zijn koers verzevenvoudigd. De verwachte winstgroei op lange termijn bedraagt 24%. Het rendement op eigen vermogen is zeer hoog (ROE 2014 van 49). De P/E 2014 van 18,7 blijft redelijk.



TreeTop Convertible International heeft ook een positie verworven in E-House, een traditionele vastgoedmakelaar wiens online activiteit recentelijk een forse stijging heeft opgetekend (25% marktaandeel).

Beleggingsbeleid van TreeTop Convertible International

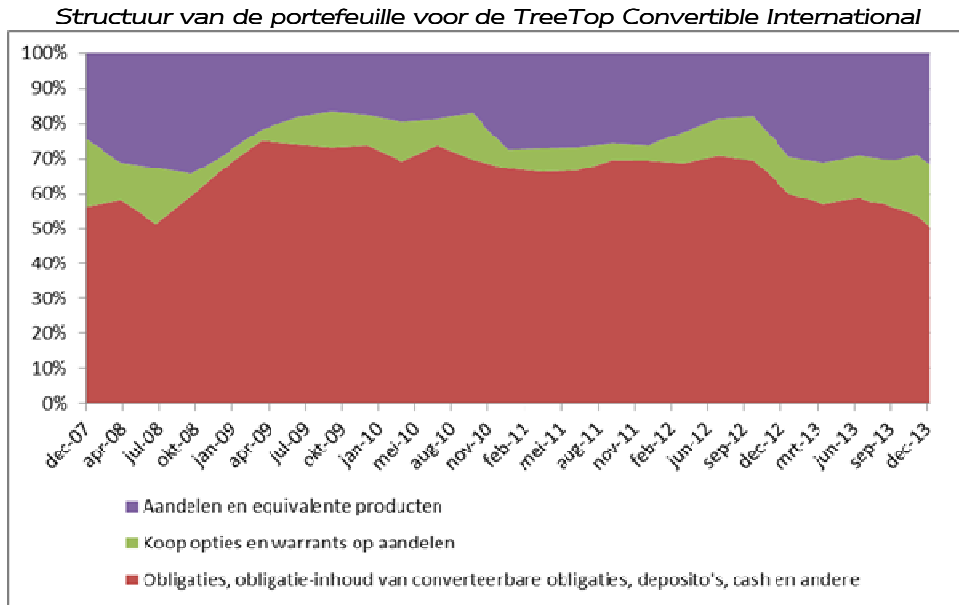
Vanaf het eerste kwartaal 2014 zal het beleggingsbeleid geleidelijk aan een belangrijke verandering van de vorm maar niet van de inhoud ondergaan. Omdat een converteerbare obligatie gelijk is aan een gewone obligatie + een calloptie op een onderliggend aandeel, lijkt het ons doeltreffender om in de toekomst apart in deze beide activa te kunnen beleggen. Dit beleggingsbeleid biedt een aantal voordelen:

- Een ruimer universum van aandelenbeleggingen dat niet langer beperkt is tot de uitgifte van converteerbare obligaties.
- Een grotere liquiditeit van het obligatiegedeelte van de portefeuille, dat hoofdzakelijk belegd zal zijn in obligaties op korte en middellange termijn met minimaal een A-rating. In perioden van beurs- of financiële crisissen stellen wij namelijk een duidelijke daling vast van de liquiditeit van de converteerbare obligaties, zoals dat het geval was in 2008.
- Een grotere transparantie van de risicoschatting van de beleggingen in portefeuille, door de obligatieweging - de veiligheids gordel van de portefeuille - te scheiden van de aandelenweging - gericht op het rendement van de portefeuille.
- Een betere risicobeheersing, doordat het risicobeheer van het obligatiegedeelte (kredietrisico, renterisico, liquiditeitsrisico, enz.) voortaan gescheiden is van het risicobeheer van het aandelengedeelte (markt risico, enz.).
- Een belastingvoordeel voor de Belgische beleggers: de belasting op de obligatie-inkomsten en meerwaarden die door de particuliere beleggers wordt betaald bij de verkoop van aandelen van TreeTop Convertible International, zal enkel betrekking hebben op gewone obligaties met een beperkt haussepotentieel en niet langer op de meerwaarde van de converteerbare obligaties.

Concreet zal de samenstelling van TreeTop Convertible International er als volgt uitzien:

- Een belangrijkste deel van (ongeveer twee derden): converteerbare obligaties, standaard obligaties op kort en middellange termijn, bankdeposito's en warrants of callopties op aandelen
- Een resterend deel van (ongeveer een derde): aandelen andere met aandelen vergelijkbare instrumenten (hoofdzakelijk komende van de uitoefening van callopties).

Hoewel de aard van de aangewende instrumenten wijzigt, blijft de algemene portefeuillestructuur in overeenstemming met de structuur die tot nu toe werd toegepast, zoals blijkt uit de volgende grafiek:



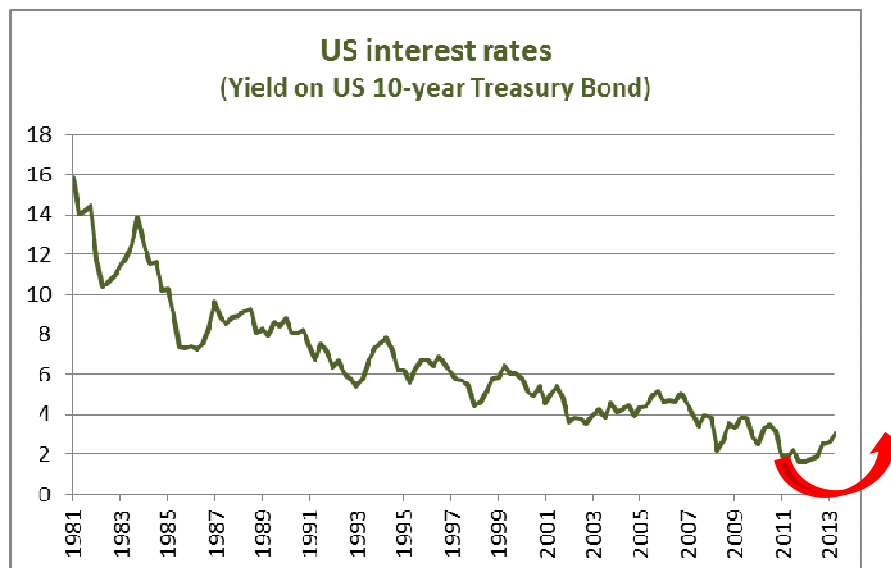
Wij wensen erop te wijzen dat de beleggingsdoelstelling van TreeTop Convertible International en de door de fondsbeheerders sinds 1988 toegepaste beleggingsfilosofie sinds 1988 identiek blijven. Deze verandering biedt de fondsbeheerders zowel een grotere flexibiliteit bij de selectie van aandelen met een sterk groeipotentieel als de nodige middelen voor een beter risicobeheer van TreeTop Convertible International.

3. TreeTop Global Opportunities (32.8%)

Ondanks een vroege terugval naar aanleiding van de tijdelijke shutdown van de federale overheid in de VS, hebben de aandelenmarkten wereldwijd goed gepresteerd in het vierde kwartaal van 2013. Nadat de Federal Reserve de markten had gerustgesteld door de geleidelijke afbouw van zijn inkoopprogramma van obligaties verder uit te stellen, en na de bekendmaking van verdere positieve economische statistieken in de VS, China en Europa, hebben de markten zich van deze aanvankelijke terugval hersteld. De TreeTop Global Opportunities aandelenklasse A EUR sluit het kwartaal af met een stijging van 8,32% of een totale performance over het jaar van 31,38%. Alle belangrijke geografische regio's in de portfolio, en in het bijzonder Europa en China, tekenen een positieve performance op. Onder de individuele aandelenbeleggingen die in het kwartaal een goede performance neerzetten, tellen wij Banco Comercial Portugues, Rexlot, Lixil en US Airways. Bij de dalers noteren wij Ericsson, Fresh Market en DIC Asset.

Zoals eerder vermeld, was de moeilijke start van het kwartaal te wijten aan de tijdelijke shutdown van de federale overheid in de VS naar aanleiding van een aanhoudend politiek conflict over het begrotingsbeleid. In oktober leek het er een tijdje op dat de vrees over een in gebreke blijven van de VS opeens niet meer zo vergezocht was, wat een negatieve impact had op de markten. Op de valreep echter hebben de Republikeinen en Democraten alsnog een akkoord bereikt over de Continuïng Appropriations Act die op 17 oktober werd gestemd. Sindsdien hebben beide partijen verder vooruitgang gemaakt. Hoewel nog geen volledige oplossing is bereikt, lijkt de VS-begrotingscrisis nu minder zorgwekkend, wat blijkt uit de performance van de S&P-index die het kwartaal afsluit met een stijging van 9,92%. Eveneens vermeldenswaard is het feit dat het begrotingstekort in de VS van USD 1.089 miljard in 2012 is teruggevallen tot USD 680 miljard in 2013. Wij verwachten dan ook dat de economische groei in de VS in 2014 zal worden aangewakkerd. De "sequestration" (de automatische besparingen van maart 2013 op de federale overheidsuitgaven) had de groei in 2013 aanzienlijk onder druk gezet wat in 2014 niet het geval zal zijn. Betere werkgelegenheidscijfers en consumentenvertrouwen zullen de groei eveneens verder aanwakkeren.

Wij willen ook het belang benadrukken van de boodschap van Fed-voorzitter Ben Bernanke in mei aan de markten. Zijn mededeling van de mogelijke geleidelijke afbouw van het monetaire versoepelingsbeleid van de Fed moet vooral worden gezien als een waarschijnlijk keerpunt van de 30-jarige neerwaartse rentecyclus. Wij menen dat de rente zal stijgen maar toch nog zal achterblijven op de inflatie, waardoor de reële rente negatief zal blijven. Uit de onderstaande grafiek blijkt de omvang van de neerwaartse rentecyclus in de afgelopen 30 jaar.



Bron: Bloomberg, gegevens op 6 januari 2014

Voorts verwachten wij dat de grotere omloopsnelheid van de geldhoeveelheid de economische groei wereldwijd zal ondersteunen. De omloopsnelheid van de geldhoeveelheid is een maatstaf van hoe vaak een eenheid van de geldhoeveelheid in een jaar wordt gebruikt en dus een impact heeft op de groei van het BBP. In de afgelopen drie jaar is de omloopsnelheid gedaald, terwijl toenemende stimuli van de centrale banken werden opgeslorpt door de banken die hun eigen nationale staatsschuld kochten. Door het hernieuwde vertrouwen van de consument en de privésector zal die eenheid van geldhoeveelheid echter meer verrichtingen ondergaan, wat de groei van het BBP zal stimuleren. Vertrouwen is een belangrijke factor, want het zal een persoon er bijvoorbeeld toe aanzetten zijn appartement opnieuw in te richten eerder dan zijn geld op een spaarboekje te zetten. De dollars die hij uitgeeft zullen op hun beurt opnieuw worden uitgegeven door de interieurarchitect wiens zaken erop vooruit gaan, en zo wordt de cyclus voortgezet. Dit scenario zou het herstel in Europa en Japan moeten stimuleren en de impact van de afbouw in de VS moeten compenseren. Hoewel de geldhoeveelheid afneemt, neemt de omloopsnelheid toe, terwijl elke dollar de economie vooruithelpt. De onderstaande grafieken tonen de grote kloof tussen omloopsnelheid en vertrouwen en tussen omloopsnelheid en geldhoeveelheid.

Chart 1
Money Velocity* vs. Confidence Indicator**

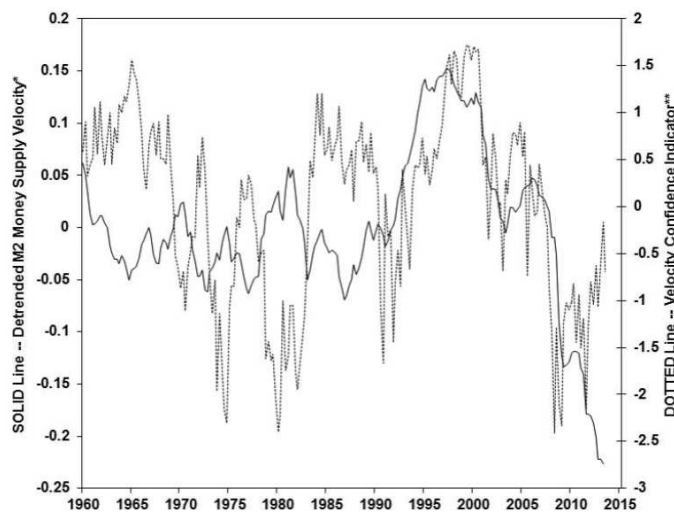
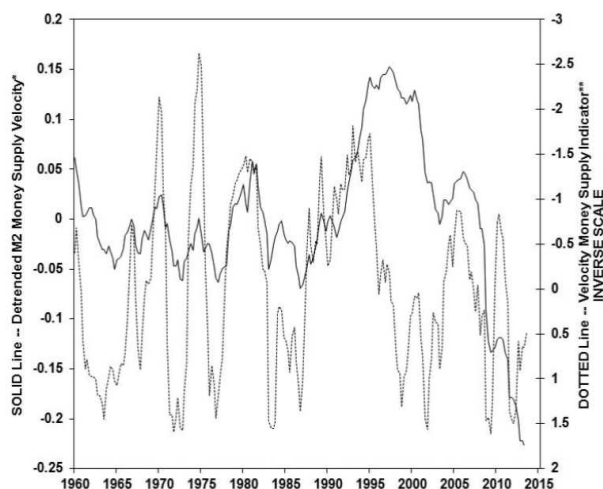


Chart 2
Money Velocity* vs. Money Supply Indicator**



Bron: Grafieken van 'Will "Velocity" Change the Conversation?'
James Paulsen, Wells Fargo Securities. 11 nov. 2013

In Europa stak ECB-voorzitter Mario Draghi op 7 november de aandelenmarkten een hart onder de riem met een nieuwe renteverlaging. De sterke euro dreigde het Europese herstel te belemmeren en werkte ook deflatie in de hand. Draghi's acties getuigen van zijn verdere inzet om dergelijke krachten te bestrijden en het Europese herstel te ondersteunen. Wij anticiperen op meer positieve signalen uit Europa met betere indicatoren in de periferie. Zoals verwacht tekent het BBP een positieve groei op, verbeteren de consumptietrends en vernauwen de spreads op de perifere staatsobligaties.

In Azië zet de Japanse aandelenmarkt na een consolidatieperiode in het midden van het jaar een goede performance neer. De Topix sluit het kwartaal af met een stijging van 9,06%. De reflatoire ambities van 'Abenomics' lijken momenteel de ongerustheid van de beleggers over de hogere omzetbelasting in april 2014 te overschaduwden. De Chinese aandelenmarkten zijn over het kwartaal nagenoeg ongewijzigd gebleven (Hongkong) of zelfs gedaald (Shanghai), maar betere economische statistieken en verdere gerichte hervormingsplannen van het plenum in november, hebben de performance van de Chinese beleggingen in de portfolio gestimuleerd. Elders in Azië en andere 'opkomende markten' heeft het fonds zijn weging beperkt vanwege de aanhoudende bezorgdheid over de impact op deze valuta's van een afbouw van het monetaire versoepelingsbeleid in de VS.

In overeenstemming met onze vooruitzichten van een economische opleving in de VS hebben wij de weging van het fonds in Amerikaanse discretionaire consumptie verhoogd met een positie in de groeiende steakhouseketen Del Frisco, en in de moderetailer Francesca's Holdings. Zoals gebruikelijk in een cyclus zien wij nu ook een opleving van de commerciële vastgoedmarkt die achtergebleven was ten opzichte van het residentiële vastgoed. Zo heeft het fonds belegd in Armstrong World Industries, marktleider in plafondproducten.

Armstrong World Industries – Armstrong is marktleider in plafondproducten met een marktaandeel van 55% en slechts één andere grote concurrent (USG met een marktaandeel van 35%). Plafonds vertegenwoordigen 70% van Armstrongs bedrijfsactiviteit en bieden een voortreffelijke kans om voordeel te hebben bij het herstel van de commerciële vastgoedmarkt. Deze markt biedt een redelijk prijsstellingsvermogen. Bovendien zijn de toegangsdrempels hoog, want de bouw van een nieuwe fabriek van plafondproducten vereist een hoge kapitaalinvestering van +/- 100-200 miljoen USD. Een fase van zware investeringen loopt op zijn eind en de marges zouden in 2013 een dieptepunt moeten hebben bereikt. Het aandeel is een laatcyclische speler in de VS en verhandelt tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2014 van 18.

Francescas – Francescas is een VS retailer die een succesvol bedrijfsmodel heeft ontwikkeld voor jonge meisjesmode gevestigd in "Main Street". Het bedrijf heeft dit vrij ondervertegenwoordigd segment aangeboord met een brede en ondiepe aanpak qua voorraadassortiment waarbij de winkels geregeld met nieuwe artikelen worden opgefrist en het inventarisrisico beperkt blijft. Omzet en winkeloppervlakte tekenen beide forse resultaten op. Na een slap zomerseizoen heeft het bedrijf zijn assortiment vernieuwd en verwacht goede resultaten voor 2014. Het aandeel verhandelt tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2014 van 17.

Wij blijven sterk vertrouwen in het Europese herstel. Deze regio heeft momenteel de grootste weging in de portfolio met de focus op het herstel van de Europese perifere landen en op een opleving van de binnenlandse vraag binnen de eurozone in het algemeen. Het vierde kwartaal heeft zich net als de rest van 2013 gekenmerkt door de afwezigheid van ernstige Europese crisissen (afgezien van Cyprus eerder in het jaar). Italië, Spanje en Portugal hebben in de afgelopen maanden politieke strubbelingen onder controle gehouden en hebben zich toegelegd op de economische hervormingen die stilaan vrucht beginnen af te werpen met een positieve groei van het BBP.

In het VK is de portfolio nagenoeg onveranderd. De vooruitzichten blijven positief en veel economen voorspellen dat het VK in 2014 de sterkst groeiende economie zal zijn in Europa. De gouverneur van de Bank of England Mark Carney heeft het rentebeleid gekoppeld aan een werkloosheidsdrempel van 7% (d.w.z. dat onder deze drempel het Comité voor het Monetair Beleid zijn lage rentebeleid zal herzien). De gouverneur van de BoE zal dit nauwkeurig in het oog moeten houden, want de werkgelegenheid in het VK is aan de beterschap, maar de zeer positieve noot in het economische landschap is de geleidelijke terugkeer van groei en vertrouwen. De enige verandering in de portfolio is de verkoop van Pearson en de vervanging ervan door Lekoil.

Lekoil - Lekoil, genoteerd op de London Stock Exchange, is een olie-exploratiebedrijf in offshore Nigeria. Het bedrijf heeft een participatie van 30% in de Ogo-1 oliebron (samen met Afren 40% en Optimum Petroleum 30%). Deze oliebron tekent zeer goede resultaten op. Sinds de verwerving van het aandeel op 1 november werd de reservoircapaciteit opwaarts herzien tot 720 miljoen barrel maar zou zelfs zoveel kunnen bedragen als 1 miljard. Toekomstige ontwikkelingen van de bron zouden een aanzienlijk hogere netto-inventariswaarde voor het bedrijf moeten optekenen dan thans in de aandelenprijs is weerspiegeld.

In Azië heeft het fonds zijn grootste weging in Japan en China. In veel Zuidoost-Aziatische landen dreigt een groeiend kredietrisico. Valuta's in Aziatische en andere opkomende markten zoals Brazilië, Turkije en Zuid-Afrika zijn gedeprimeerd te wijten aan de mogelijkheid van een fors hogere rente en een lagere USD-liquiditeit. De verminderde liquiditeit betekent dat opkomende markten met een tekort op hun lopende rekening hun rente zullen moeten verhogen om buitenlandse investeringen aan te trekken. Een hogere rente gekoppeld aan een forse depreciatie van bijvoorbeeld de Braziliaanse real zou wel eens grote problemen kunnen stellen vanwege de hoge schuldbedragen in USD gehouden op Braziliaanse activa in real. Deze wanverhouding zou tot een bankencrisis in Brazilië kunnen leiden. Omdat gelijksoortige risico's in veel opkomende landen aanwezig zijn, heeft het fonds een lage blootstelling in deze landen gehandhaafd, zowel direct als indirect.

TreeTop Global Opportunities heeft zijn posities in China grotendeels afgebouwd maar heeft tegelijkertijd posities verworven in Tractor, Anxin-China en Baidu ter vervanging van Beijing Enterprises en China Longyuan. Het bankensysteem gaat gebukt onder de last dat te veel kredieten aan niet-kredietwaardige instellingen en regelingen werden toegekend. Veel ervan zijn overheids- en gemeentelijke organen, wat betekent dat financiële bail-outs en geldtransfers binnen het overheidsapparaat waarschijnlijk zijn, met complexe en nefaste gevolgen voor de banken. Tegelijkertijd heeft China echter enkele van zijn grote problemen aangepakt, met inbegrip van de druk op zijn voedselbronnen en veiligheid op het werk. Met het oog op een blootstelling in beide segmenten heeft het fonds posities verworven in de tractorfabrikant First Tractor en in het veiligheids- en bewakingsbedrijf Anxin-China. Overtuigd van de aanhoudende groei van het internetgebruik in China, heeft het fonds ook een positie verworven in de zoekmachineprovider Baidu.

Baidu – Baidu is de grootste zoekmachineprovider in China. Niet alleen tekent het internetgebruik in China nog altijd een forse groei op, maar Baidu neemt thans een sterkere marktpositie in dan zijn wereldconcurrent Google in termen van mobiele marketingomzet met een groeiende directe aanwezigheid op smartphones. De bedrijfswinsten in 2014-15 zouden naar verwachting moeten stijgen en het aandeel verhandelt tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2014 van 26.

First Tractor – First Tractor heeft een leidend marktaandeel van 25% van middelzware en zware tractoren in China. China's bevolking vergrijsst en moet worden gevoed maar China kampt met een tekort aan landbouwgrond per hoofd van bevolking. Een grotere productiviteit van de Chinese landbouwgrond is dus noodzakelijk, maar met de toeneming van de verstedelijking is het aantal arbeidskrachten in de landbouw gedaald. Door de daaruit voortvloeiende toenemende mechanisatie groeit de vraag naar tractoren. Een andere katalysator is de hervorming van het Hukou-registratiesysteem waarmee Chinese landbouwgrond zou moeten vrijkomen en grotere oppervlakten kunnen worden bebouwd, wat investeringen in landbouwmachines verder stimuleert. De bedrijfswinsten in 2014-15 zouden naar verwachting moeten stijgen. Het aandeel verhandelt tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2014 van 10,9.

Een belangrijk opkomend thema voor het fonds is het 'internet van de dingen' (IvD). IvD is de communicatie tussen toestellen over het internet zonder menselijke tussenkomst. Het kan worden gezien als een netwerk van netwerken. Zo gaat Google een versie van zijn Android-platform ontwikkelen om de mobiele toestellen van chauffeurs te verbinden met de systemen die hun voertuigen besturen. Gezien de alomtegenwoordige bluetooth-toepassingen kan dit op het eerste gezicht niet zo interessant lijken. Het potentieel omvat niet alleen het gebruik van muziek en kaarten van uw telefoonnetwerk, maar de communicatie bijvoorbeeld tussen sensoren in de auto en een lokale garage via Android voor een servicebeurt of dringende reparatie. De verwerving van een positie in Anxin-China houdt enerzijds verband met dit idee van draadloze communicatie tussen 'dingen' en anderzijds met de noodzaak van de hervorming voor veiligheid op het werk.

Anxin-China – Met een marktaandeel van 60% is Anxin-China marktleider in de sector van veiligheid op het werk en bewaking. De graad van dodelijke ongevallen in de Chinese industrie is onaanvaardbaar hoog, vooral in de mijnbouw. Deze situatie moet worden aangepakt waarbij Anxin voordeel zal hebben. Anxins systeem monitort en analyseert gegevens van externe sensoren en kan ook reddingsoperaties organiseren. Het aandeel verhandelt tegen een koers-winstverhouding (P/E) 2014 van 7.

Wij handhaven onze positieve vooruitzichten voor de Japanse economie en aandelenmarkten. Uit de goede performance van de Japanse aandelenmarkt blijkt dat de vrees over de impact van de hogere omzetbelasting werd tenietgedaan door het vertrouwen in het reflatoire beleid van de Japanse regering en de Bank of Japan, ondersteund door geruchten in de wandelgangen over belangrijke loononderhandelingen in grote bedrijven. Bovendien, terwijl een sterke USD een probleem is voor sommige opkomende markten, heeft Japan er voordeel bij. De lage YEN, die sinds zijn hoogtepunt van begin oktober met meer dan 8% is gedeprimeerd, ondersteunt de Japanse bedrijfsresultaten en stimuleert de export. De institutionele belegger ziet echter een probleem in Japan door het feit dat sommige Japanse aandelen een kleine marktkapitalisatie hebben en niet voldoende gedekt zijn aan de verkoopzijde. Vastgoedtycoon Mr Iida lijkt dit probleem te hebben aangepakt; TreeTop Global Opportunities heeft een positie verworven in zijn nieuw beursgenoteerd bedrijf, Iida Group.

Iida Group – Iida Group is een nieuw beursgenoteerd bedrijf dat de "built-for-sale" huizenmarkt voor vrijstaande huizen in het grootstedelijk gebied van Tokyo domineert. De groep bestaat uit de verschillende vastgoedbedrijven van Mr Iida die hij heeft gefuseerd om voordeel te hebben bij hun gecombineerd marktaandeel van 35% en om een groep op te richten met een voldoende grote marktkapitalisatie om internationale beleggers aan te trekken. Bovendien zouden de reflatoire ambities van Abenomics de huizenprijzen uit deflatie moeten helpen en de waardering van het bedrijf verbeteren. Reflatie en kostenbeheersing zouden de winstgroei in 2014 en 2015 moeten drijven.

Vooruitzichten

Wereldwijd zetten twee grote positieve trends zich voort, namelijk het economische cyclische herstel en de verschuiving van obligatiebeleggingen naar aandelenbeleggingen. Japan en Europa zijn de twee meest aantrekkelijke regio's voor TreeTop Global Opportunities. Beide regio's zijn de focus van een grotere aandacht vanwege beleggers wereldwijd en wij verwachten dat, naargelang hun herstel vordert, ze nog aanzienlijker geldstromen zullen aantrekken.

Uiteraard zijn hieraan ook risico's verbonden. Europese politieke strubbelingen zijn onder controle hoewel nog een staartrisiko bestaat dat een slechte besluitvorming het herstel kan schaden. Gekibbel over de begroting in de VS lijkt niet langer een ernstige bedreiging, maar Washington heeft er wel een handje van de markten te doen schrikken. Terwijl een fonds zich doelbewust positioneert om blootstelling aan een kredietrisico in opkomende markten te vermijden, kan een ernstige crisis waar ook ter wereld de meeste markten als een besmetting treffen, kortom een zekere risicograad kan niet worden uitgesloten.

De opleving van de economische groei wereldwijd biedt nieuwe kansen. Zoals wij daar eerder op hebben gewezen, zou deze opleving wel eens wispechtig kunnen zijn. Het lijkt ons dan ook belangrijk de enkele niet-cyclische groeikansen te herkennen, terwijl een te grote productiecapaciteit in veel industrieën ertoe leidt dat de bedrijven binnen die industrieën te kampen hebben met een beperkt prijsstellingsvermogen. De focus van de portfolio op bedrijven met een toenemende winstgroei betekent dat wij blijven beleggen in deze minderheid van bedrijven die sterke groeikansen bieden in een economische context van een lage wereldwijde groei.

4. Prestatie van TreeTop Patrimoine International

	NIW 31/12/2013	Prestatie 3 maanden	Prestatie 1 jaar	Prestatie sinds begin*
TreeTop Patrimoine Intl A EUR Cap.	€ 135.65	+5.93%	+16.58%	+7.51%
TreeTop Patrimoine Intl P EUR Cap.	€ 132.75	+5.92%	+16.57%	+13.65 %

* Actuariële rendementen op jaarbasis, de Klasse A werd gelanceerd op 15 oktober 2009, de Klasse P op 14 oktober 2011.

TREETOP PATRIMOINE CONSERVATIVE

De portefeuille van **TreeTop Patrimoine Conservative** is op 31 december 2013 als volgt ingedeeld:

- 69.3% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 20.6% in TreeTop Convertible International, zie pagina 5
- 10.1% in TreeTop Global Opportunities, zie pagina 15.

Het obligatiegedeelte is samengesteld uit:

- OLO's van de Belgische Staat op middellange termijn (looptijd 2016) waarvan het rendement nagenoeg onveranderd is over het kwartaal;
- effecten ITALIAN GOVT BOND 4,75% 05/01/17 en 5,50% 1/11/22: ondanks de stijging van de Duitse rente is de Italiaanse rente opnieuw gedaald. De spreads zijn dan ook aanzienlijk gedaald, wat getuigt van een geleidelijk hernieuwd vertrouwen in de eurozone.
- obligaties op korte termijn uitgegeven door banken met een zeer goede reputatie: BNP Paribas en ING.

De deposito's zijn gespreid over banken met een zeer goede reputatie: Banque et Caisse d'Epargne de l'Etat (Luxembourg), BGL BNP Paribas, ING en Banque Degroof.

Prestatie van TreeTop Patrimoine Conservative

	NIW 31/12/2013	Prestatie 3 maanden	Prestatie 1 jaar	Prestatie sinds begin*
TreeTop Patrimoine Cons. A EUR Cap.	€ 117.23	+2.84%	+6.94%	+7.44%
TreeTop Patrimoine Cons. P EUR Cap.	€ 117.26	+2.84%	+6.95%	+7.46%

* Actuariële rendementen op jaarbasis, de Klasse A en P waren gelanceerd op 14 oktober 2011.

Opmerking : In het verleden behaalde resultaten van de bevek zijn geen garantie voor de toekomst



Verslag van de Bedrijfsrevisor

Aan de aandeelhouders van TreeTop Portfolio SICAV

Na de beslissing van de Raad van Bestuur van 16 april 2013, hebben wij de bijgevoegde financiële staten van TreeTop Portfolio SICAV ("de SICAV") en van zijn compartimenten gecontroleerd, inclusief de staat van de nettoactiva en de staat van de effectenportefeuille op 31 december 2013, 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.

*PricewaterhouseCoopers Société coopérative, 400 Route d'Esch, B.P. 1443, L-1014 Luxembourg
T: +352 494848 1, F: +352 494848 2900, www.pwc.lu*

*Cabinet de révision agréé. Expert-comptable (autorisation gouvernementale n°00123693)
R.C.S. Luxembourg B 65 477 - TVA LU17564447*



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 2013, 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, 1 april 2014

Valérie Arnold

Overzicht van het nettovermogen per 31 december 2013

(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
ACTIVA			
Beleggingen in effecten tegen marktwaarde (toelichting 1a)	44.538.889,71	16.902.463,88	61.441.353,59
Banktegoeden	16.598.505,54	25.646.547,90	42.245.053,44
Te ontvangen rente op obligaties	34.292,64	37.669,68	71.962,32
Te ontvangen rente op termijntransacties	6.105,60	15.339,18	21.444,78
Te ontvangen bedragen uit inschrijvingen	372.606,00	99.999,94	472.605,94
Te ontvangen bedragen uit effectenverkoop	0,00	99.574,00	99.574,00
Te ontvangen bedragen uit retrocessies (toelichtingen 4,10)	130.973,45	35.561,76	166.535,21
Totale activa	61.681.372,94	42.837.156,34	104.518.529,28
PASSIVA			
Te betalen taksen en kosten (toelichting 3)	155.253,59	70.880,69	226.134,28
Bankschulden	6,28	0,00	6,28
Totale passiva	155.259,87	70.880,69	226.140,56
NETTOACTIVA	61.526.113,07	42.766.275,65	104.292.388,72
Aantal aandelen in omloop (aan het einde van het boekjaar)			
- Kapitalisatie A EUR	159.629,544	45.087,254	
- Kapitalisatie P EUR	300.360,670	319.650,184	
Netto-inventariswaarde per aandeel (aan het einde van het boekjaar)			
- Kapitalisatie A EUR	135,64	117,23	
- Kapitalisatie P EUR	132,75	117,26	

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

Staat van de verrichtingen van 1 januari tot 31 december 2013

(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
INKOMSTEN			
Ontvangen rente op obligaties (toelichting 1g)	141.115,86	142.975,00	284.090,86
Interesten op beleggingen (toelichting 1g)	27.812,97	47.940,81	75.753,78
Ontvangen retrocessies (toelichtingen 4,10)	370.616,96	107.916,56	478.533,52
Totaal	539.545,79	298.832,37	838.378,16
UITGAVEN			
Beheersprovisie (toelichting 4)	337.865,25	106.022,54	443.887,79
Distributieprovisie (toelichting 8)	126.708,29	73.966,72	200.675,01
Provisie voor de bewaarder (toelichting 7)	6.401,15	2.741,06	9.142,21
Abonnementstaks (toelichting 6)	8.344,44	11.175,15	19.519,59
Transaktieskosten	0,00	28,75	28,75
Administratiekosten	22.998,22	22.333,34	45.331,56
Diverse kosten en provisies	18.166,61	12.338,52	30.505,13
Debetrente	971,17	54,23	1.025,40
Totaal	521.455,13	228.660,31	750.115,44
NETTO-INKOMSTEN	18.090,66	70.172,06	88.262,72
Gerealiseerde nettomeer- /minderwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	246.938,60	190.347,21	437.285,81
GEREALISEERDE NETTOWINST/(-VERLIJES)	265.029,26	260.519,27	525.548,53
Wijziging van niet-gerealiseerde meer- /minderwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	6.807.377,58	1.836.914,14	8.644.291,72
RESULTAAT VAN DE VERRICHTINGEN	7.072.406,84	2.097.433,41	9.169.840,25

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

**Ontwikkeling van de nettoactiva
van 1 januari tot 31 december 2013
(per compartiment)**

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
NETTOACTIVA (in het begin van het boekjaar)	30.589.335,69	22.489.069,14	53.078.404,83
NETTO-INKOMSTEN	18.090,66	70.172,06	88.262,72
Gerealiseerde nettomeer- /minderwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	246.938,60	190.347,21	437.285,81
Subtotaal	30.854.364,95	22.749.588,41	53.603.953,36
INSCHRIJVINGEN / TERUGKOPEN			
- Inschrijvingen	31.000.404,99	24.640.271,99	55.640.676,98
- Terugkopen	-7.136.034,45	-6.460.498,89	-13.596.533,34
Netto-inschrijvingen / -terugkopen	23.864.370,54	18.179.773,10	42.044.143,64
Wijziging van niet-gerealiseerde meer- /minderwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	6.807.377,58	1.836.914,14	8.644.291,72
NETTOACTIVA (aan het einde van het boekjaar)	61.526.113,07	42.766.275,65	104.292.388,72

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

Overzicht van de Effectenportefeuille per 31 december 2013

(compartiment TreeTop Portfolio International)

VALUTA	BENAMING	HOEVEELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.13 IN EURO	% TOTAAL NETTO ACTIVA
	Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt				
	Obligaties				
EUR	BELGIUM OLO 3,25 06-280916	550.000	512.372,67	590.548,75	0,96
	BNP PARIBAS 2,875 10-130715	320.000	318.767,27	330.198,40	0,54
	ING BANK 3,375 10-030315	290.000	290.714,12	298.737,70	0,49
	ITALY BTP 4,75 12-010517	1.075.000	1.055.905,00	1.165.380,62	1,89
	ITALY BTP 5,50 12-011122	980.000	1.021.029,00	1.103.333,00	1,79
	Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt		3.198.788,06	3.488.198,47	5,67
	Andere effecten				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	75.276	16.195.201,36	20.453.227,02	33,24
	TREETOP GLOAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	142.218	15.771.620,24	20.597.464,22	33,47
	Totaal Andere effecten		31.966.821,60	41.050.691,24	66,71
	Totaal van de effectenportefeuille		35.165.609,66	44.538.889,71	72,38

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

Geografische spreiding per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	41.050.691,24	66,70
ITALIË	2.268.713,62	3,69
BELGIË	590.548,75	0,96
FRANKRIJK	330.198,40	0,54
NEDERLAND	298.737,70	0,49
Totaal van de effectenportefeuille	44.538.889,71	72,38

Sectorale spreiding per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	41.050.691,24	66,71
STATEN	2.859.262,37	4,65
BANKEN	628.936,10	1,02
Totaal van de effectenportefeuille	44.538.889,71	72,38

Spreiding per valuta per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	44.538.889,71	72,38
Totaal van de effectenportefeuille	44.538.889,71	72,38

(*) De verschillende spreiding ligt op de kenmerken van de uitgever van de financiële instrumenten, en niet op de onderliggende aandelen.

Overzicht van de Effectenportefeuille per 31 december 2013

(compartiment TreeTop Patrimoine Conservative)

VALUTA	BENAMING	HOEVEELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.13 IN EURO	% TOTAAL NETTO ACTIVA
	Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt				
	Obligaties				
EUR	BELGIUM OLO 3,25 06-280916	700.000	652.050,00	751.607,50	1,76
	BNP PARIBAS 2,875 10-130715	350.000	348.600,00	361.154,50	0,84
	ING BANK 3,375 10-030315	400.000	400.920,00	412.052,00	0,96
	ITALY BTP 4,75 12-010517	1.375.000	1.350.300,00	1.490.603,13	3,49
	ITALY BTP 5,50 12-011122	570.000	593.826,00	641.734,50	1,50
	Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereguleerde markt		3.345.696,00	3.657.151,63	8,55
	Andere effecten				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	32.517	7.319.233,35	8.835.188,64	20,66
	TREETOP GLOBAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	30.450	3.457.799,85	4.410.123,61	10,31
	Totaal Andere effecten		10.777.033,20	13.245.312,25	30,97
	Totaal van de effectenportefeuille		14.122.729,20	16.902.463,88	39,52

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

Geografische spreiding per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	13.245.312,25	30,97
ITALIË	2.132.337,63	4,99
BELGIË	751.607,50	1,76
NEDERLAND	412.052,00	0,96
FRANKRIJK	361.154,50	0,84
Totaal van de effectenportefeuille	16.902.463,88	39,52

Sectorale spreiding per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	13.245.312,25	30,97
STATEN	2.883.945,13	6,74
BANKEN	773.206,50	1,81
Totaal van de effectenportefeuille	16.902.463,88	39,52

Spreiding per valuta per 31 december 2013

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	16.902.463,88	39,52
Totaal van de effectenportefeuille	16.902.463,88	39,52

(*) De verschillende spreiding ligt op de kenmerken van de uitgever van de financiële instrumenten, en niet op de onderliggende aandelen.

**Wijzigingen in het aantal aandelen
van 1 januari tot 31 december 2013**

	TreeTop Patrimoine International	TreeTop Patrimoine Conservative
Aantal aandelen in omloop in het begin van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	176.672,361	52.731,397
- Kapitalisatie P	87.273,389	152.167,253
Aantal aandelen uitgegeven tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	32.148,273	15.806,860
- Kapitalisatie P	221.459,314	201.351,613
Aantal aandelen terugbetaald tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	49.191,090	23.451,003
- Kapitalisatie P	8.372,033	33.868,682
Aantal aandelen in omloop op het einde van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	159.629,544	45.087,254
- Kapitalisatie P	300.360,670	319.650,184

**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)	31.12.11	Kap A 222.894,723	23.201.963,42	Kap A 102,96
		Kap P 2.500,000		Kap P 100,77
	31.12.12	Kap A 176.672,361	30.589.335,69	Kap A 116,72
		Kap P 87.273,389		Kap P 114,23
	31.12.13	Kap A 159.629,544	61.526.113,07	Kap A 135,64
		Kap P 300.360,670		Kap P 132,75
TreeTop Patrimoine Conservative (in EUR)	31.12.11	Kap A 50.000,000	10.132.137,96	Kap A 101,29
		Kap P 50.000,000		Kap P 101,35
	31.12.12	Kap A 52.731,397	22.489.069,14	Kap A 109,74
		Kap P 152.167,253		Kap P 109,76
	31.12.13	Kap A 45.087,254	42.766.275,65	Kap A 117,23
		Kap P 319.650,184		Kap P 117,26

**Toelichtingen bij de financiële staten
per 31 december 2013**

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 2013 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 meegedeeld 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 2).

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 2013**

TOELICHTING 2 - WISSELKOERSEN OP 31 DECEMBER 2013

1	EUR =	0,83200	GBP
1	EUR =	1,37795	USD

TOELICHTING 3 - TE BETALEN BELASTINGEN EN KOSTEN

	EUR
Beheersprovisie (toelichting 4)	131.201,97
Abonnementstaks (toelichting 5)	6.249,88
Distributieprovisie	68.497,69
Provisie voor de Depotbank (toelichting 7)	3.274,86
Provisie voor de Administratief Agent (toelichting 6)	10.664,88
Overige kosten	6.245,00
Totaal	226.134,28

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 Conservatie 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 Beheervenootschap, worden de door de Beheervenootschap ontvangen beheersprovisies zodanig berekend dat de totale beheersprovisie die de Beheervenootschap 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 2013**

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 - RETROCESSIES

De retrocessies, ontvangen door TreeTop Patrimoine International en TreeTop Patrimoine Conservative, komen overeen met de terugbetaling van de beheersprovisies.