

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 Luxembourg

TreeTop Portfolio SICAV

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

Gecontroleerd jaarverslag op 31 december 2014

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
intekeningensformulier, 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,
Chairman of the Board of Directors and Manager
TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxembourg*

Bestuurders

*Olivier DE VINCK
Director and Fund Manager
TreeTop Asset Management S.A., Luxembourg
(tot 15 april 2014)*

*François MAISSIN
Head of Risk and Operations
TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A., Luxembourg
(sedert 15 april 2014)*

*Hubert D'ANSEMBOURG
Administrator
TreeTop Asset Management S.A., Luxembourg*

*Marc-André BECHET
Director
BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG S.A., Luxembourg
(tot 10 juli 2014)*

*John PAULY
Managing Director
BANQUE DEGROOF LUXEMBOURG S.A., Luxembourg
(sedert 21 august 2014)*

*André BIRGET,
Chief Investment Officer
FOYER GROUP, Luxembourg*

Maatschappelijke zetel

12, Rue Eugène Ruppert, L-2453 Luxembourg

Beheersmaatschappij (tot 5 august 2014)

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

Alternatieve beleggingsinstelling-beheerder (sedert 5 august 2014)

Depotbank Domiciliëringsagent, Administratiekantoor, betaal- en transferagent

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

Bedrijfsrevisor

*PricewaterhouseCoopers Société coopérative
2, Rue Gerhard Mercator, B.P. 1443, L-1014 Luxembourg*

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 - 40</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, als gewijzigde.

Sedert 5 august 2014, is de SICAV een Alternatieve beleggingsinstelling ("ABI") in de zin van de Luxemburgse wet van 12 juli 2013 inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen. De SICAV is een ABI beheerd door TREETOP ASSET MANAGEMENT S.A. die in Luxemburg erkend is als ABI-beheerder.

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.

De SICAV publiceert jaarlijks een verslag gecontroleerd op de laatste dag van het boekjaar dat eindigde, en een niet-gecontroleerde tussentijdse verslag van de laatste dag van de zesde maand van dat jaar eindigde.

Verslag van de Raad van Bestuur

TREETOP PATRIMOINE INTERNATIONAL

De portefeuille van **TreeTop Patrimoine International** is op 31 december 2014 als volgt ingedeeld:

- 29.7% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 34.78% in TreeTop Convertible International, waarvan u het gedetailleerd rapport hieronder terugvindt
- 19.69% in TreeTop Global Opportunities, waarvan u het gedetailleerd rapport hieronder terugvindt
- 13.01% in TreeTop Global Conviction, waarvan u het gedetailleerd rapport hieronder terugvindt
- 2.8% in eeuwigdurende converteerbare obligaties Fortis "cashes". Ze bieden een rente die 2% hoger ligt dan die van de Euribor, die driemaandelijks herzien wordt. Aan hun koers van ongeveer 76%, bedraagt het courant rendement van deze obligaties om en nabij 2.6% (geïndexeerd op de Euribor, in geval van een rentestijging), wat interessant is voor een debiteur van deze kwaliteit.

1. Beleggingen met vaste rente (29.7%)

Het obligatiegedeelte is samengesteld uit:

- OLO's van de Belgische Staat met een middellange looptijd (looptijd 2016) waarvan het rendement tijdens het kwartaal nog verder is gedaald.
- de effecten ITALIAN GOVT BOND 4.75% 05/01/17 en 5.50% 1/11/22: de Italiaanse rentevoeten zijn blijven dalen in navolging van de algemene daling (met uitzondering van Griekenland) van de Europese rentevoeten.
- 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.

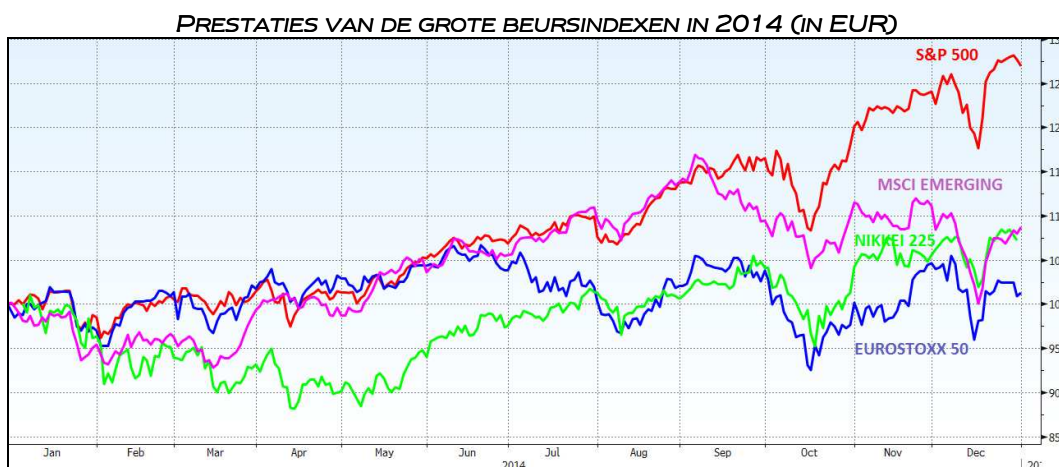
2. TreeTop Convertible International (34.78%)

Conjunctuur en beursklimaat

2014 was een zeer variabel jaar voor de beurzen. Dit beursjaar werd gekenmerkt door een lage volatiliteit (afgezien van twee paniekopstoten in oktober en december) en een gemiddelde stijging van 9,3% (voor de MSCI World All Countries-index) maar vooral ook door grote monetaire, sectorale en geografische verschillen. Een rotatie tussen de beleggingscategorieën (value of growth en kleine of grote kapitalisaties) en sectoren maakte het er niet makkelijker op voor beheerders die beleggen op lange termijn.

We geven enkele voorbeelden:

- **In regionaal opzicht** zetten de Verenigde Staten de beste prestatie neer, des te meer indien we rekening houden met de stijging van de dollar tegenover de euro.



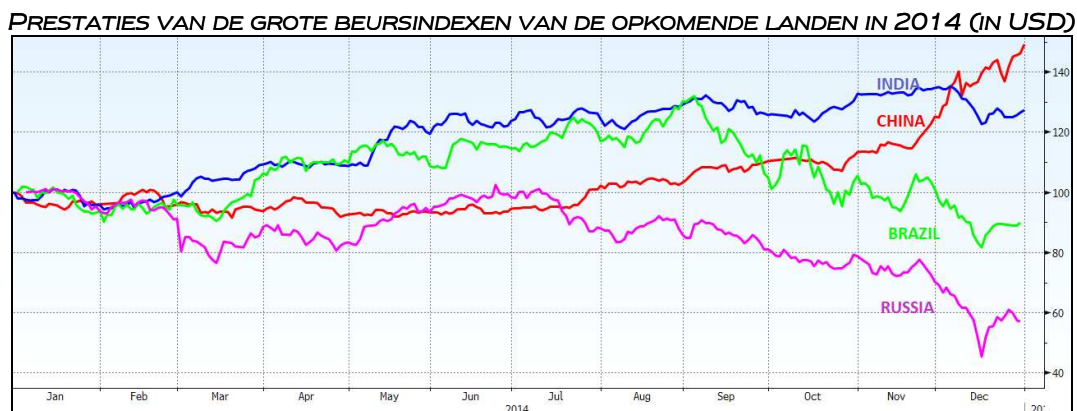
Bron: Bloomberg

Er waren in de VS echter aanzienlijke verschillen tussen grote en middelgrote kapitalisaties:



Bron: Bloomberg

- **In de opkomende landen** (vooral in de BRIC-landen) liepen de prestaties nog sterker uiteen. Zo stegen China en India met respectievelijk 48% en 29%, maar verloor Rusland, dat de roebel zag kelderen, uiteindelijk 43%.

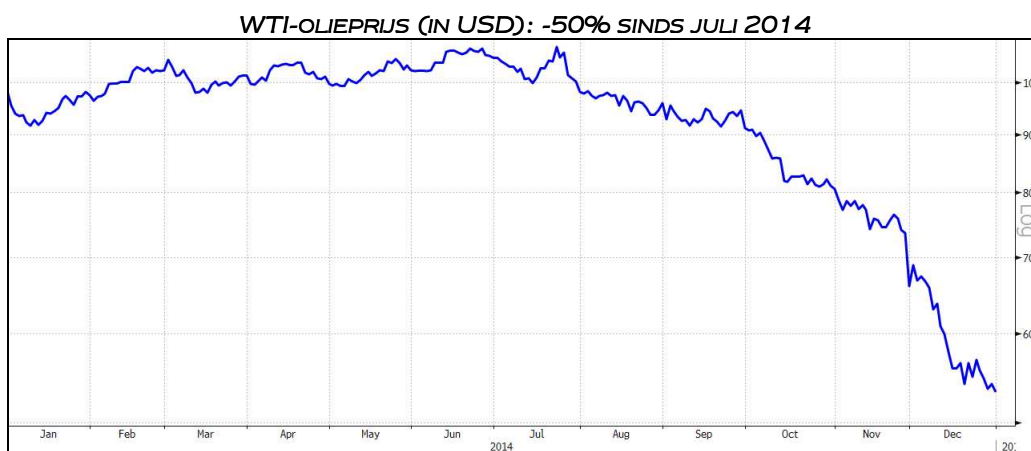


Bron: Bloomberg

- Er waren ook uitgesproken **sectorale verschillen**. In de VS bijvoorbeeld stegen de sectoren biotechnologie en nutsdiensten (doorgaans weinig volatiel) met respectievelijk 34% en 26%, terwijl de oliedienstensector er met 25% terugviel.

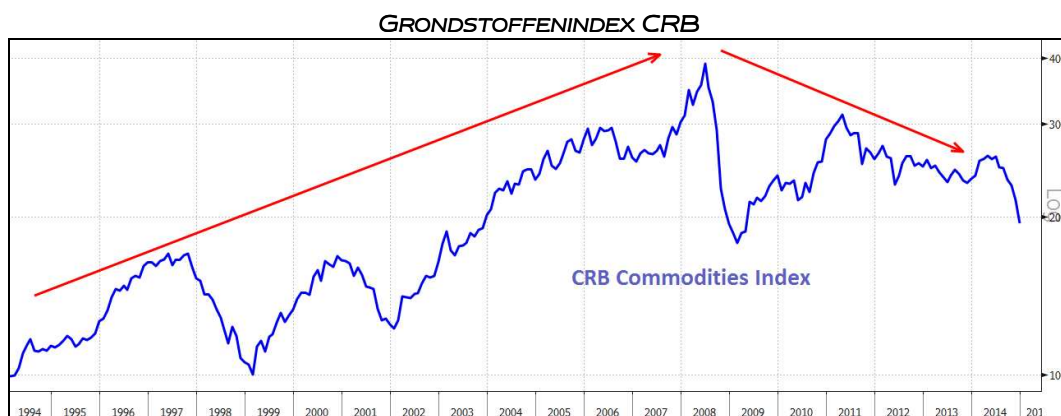
De onverwachte schok van 2014: de forse daling van de olieprijs

Vaak kan men beter de consensus niet blindelings volgen. Alle economen gingen ervan uit dat de energieprijzen hoog zouden blijven, ondanks de verlaging van de verwachtingen van de wereldgroei. De prijs van de ruwe olie begon in juli te dalen en verloor in minder dan 6 maanden tijd zo'n 50%! De dollarkoers en de olieprijs evolueren traditioneel weliswaar in tegengestelde richting, maar de omvang van de prijsdaling is slechts voor een klein deel te wijten aan wisselkoersschommelingen. De echte redenen liggen veel dieper en zijn wellicht duurzaam van aard. Wat er ook van zij, de lage olieprijs zal belangrijke economische en financiële gevolgen hebben in 2015 en economen, centrale banken en bedrijfsleiders zullen hun verwachtingen flink moeten bijstellen...



Bron: Bloomberg

Het is verwonderlijk dat de keldering van de olieprijs zo lang op zich heeft laten wachten. Alle andere grondstoffen waren al sterk gedaald door de vertraging van de wereldeconomie in 2011, en de olieprijs was te hoog op basis van de kerncijfers van de vraag en het aanbod.



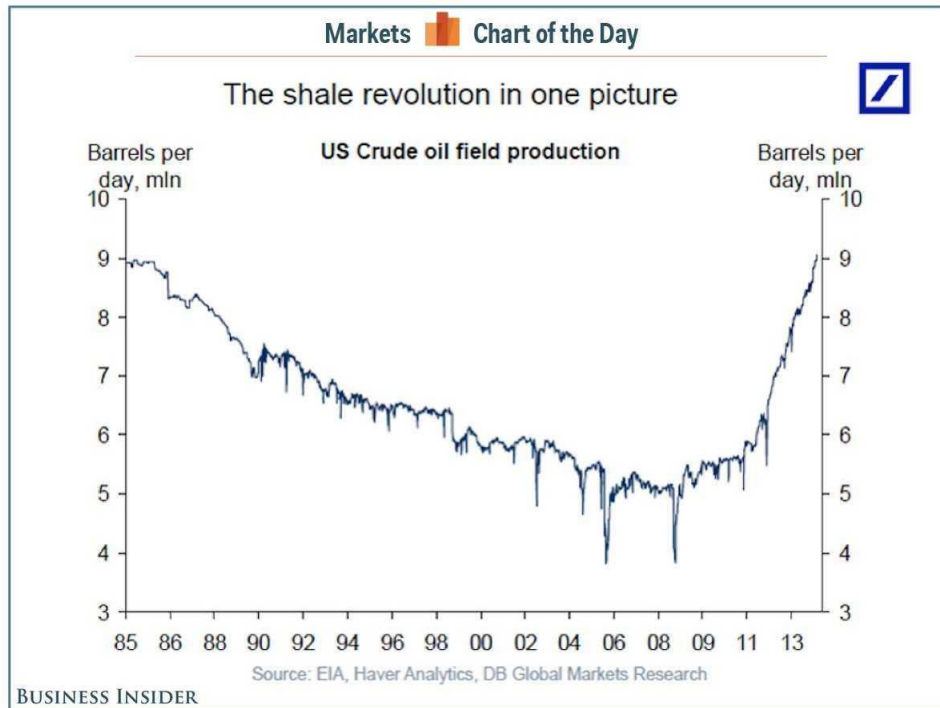
Bron: Bloomberg

Ziehier enkele van de voornaamste factoren die bijdroegen aan de daling van de olieprijs:

1. Aan de aanbodzijde

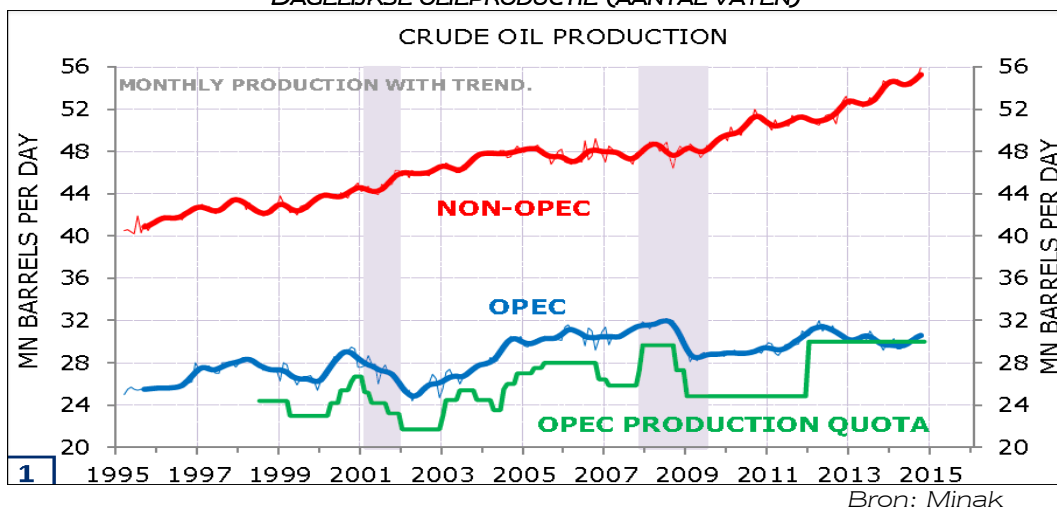
- De technologische revolutie van de ontginning van schalieolie ("shale oil") zorgde voor een verdubbeling van de productie in de Verenigde Staten in minder dan vijf jaar.

PRODUCTIE VAN RUWE OLIE IN DE VS (AANTAL VATEN PER DAG)

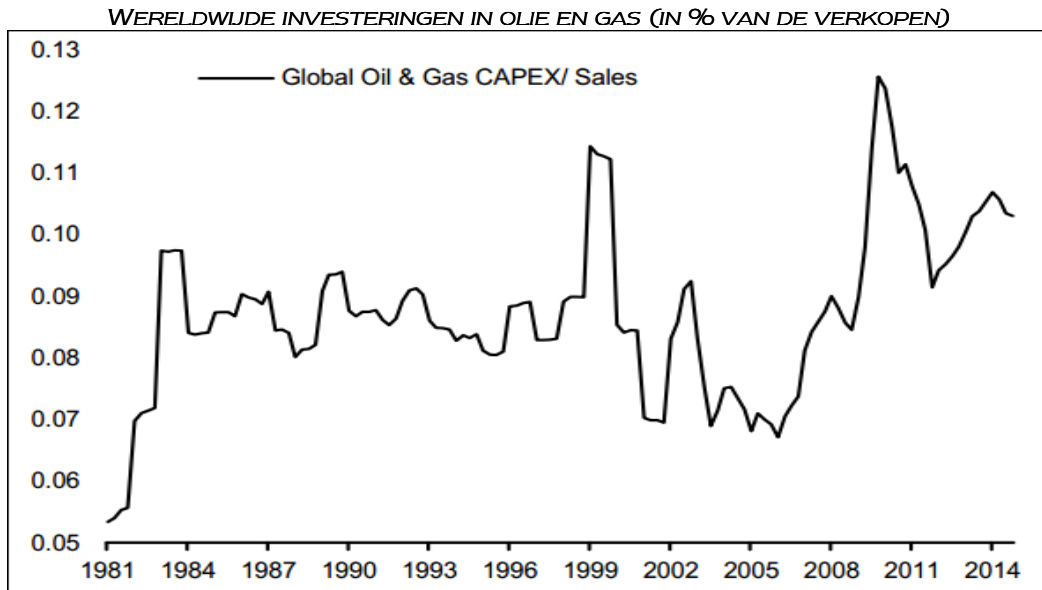


- De Russische productie bereikte in 2014 een recordhoogte.
- Een aantal landen waarvan de olieproductie fors was teruggefallen door oorlog of onrust (Libië, Nigeria, Zuid-Soedan en Irak) zijn er onverwacht in geslaagd hun productie weer op te krikken.
- Nog belangrijker is dat de invloed van de OPEC in de voorbije jaren fors is afgenomen.

DAGELIJKSE OLIEPRODUCTIE (AANTAL VATEN)

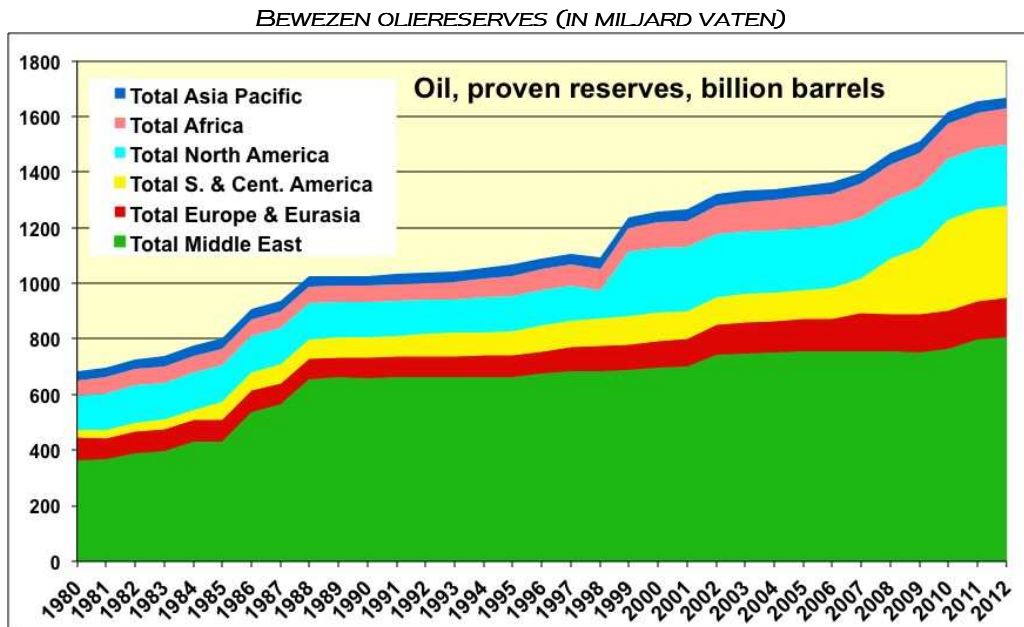


- Zoals gewoonlijk zetten de hoge olieprijsen producenten in de sector (vooral in het schalieoliesegment) aan om fors te investeren, wat tot overcapaciteit leidde.



Bron: Thomson Reuters, Credit Suisse Research

- Ten slotte is er ook nog de eeuwige olieparadox: hoe meer olie wordt verbruikt, hoe sterker de bewezen reserves stijgen (deze zijn sinds 1980 nagenoeg verdrievoudigd), wat niet alleen het gevolg is van nieuwe vondsten, maar ook van technologische innovatie (schalieolie en -gas in de VS, boringen op grotere diepte enz. zijn winstgevender geworden dankzij de stijging van de prijzen).

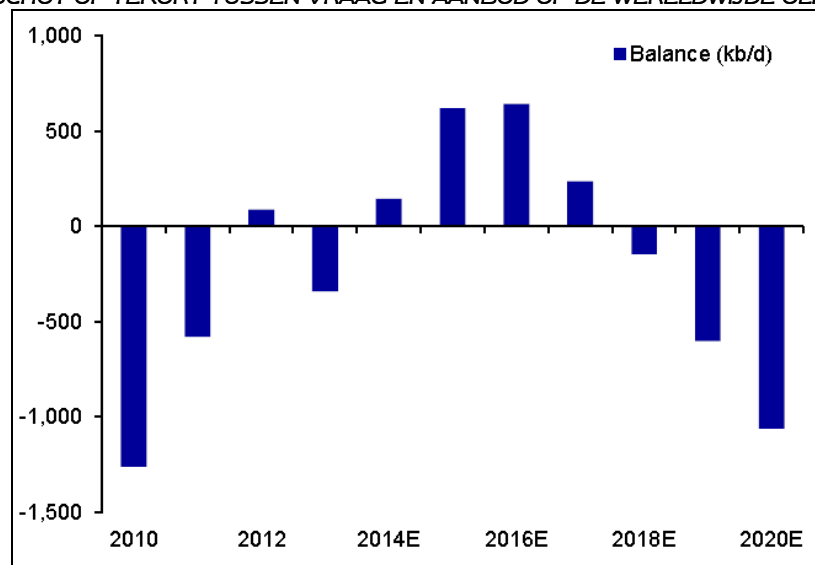


Bron: Manicore, BP Statistical Review 2013

2. Aan de vraagzijde

De economische vertraging, in het bijzonder van Europa en China, heeft de consumptie verlaagd. Het aanbod was al in 2012 gedurende enige tijd groter dan de vraag, en dat was opnieuw het geval in 2014. Dat overaanbod zal naar verwachting aanhouden tot in 2017.

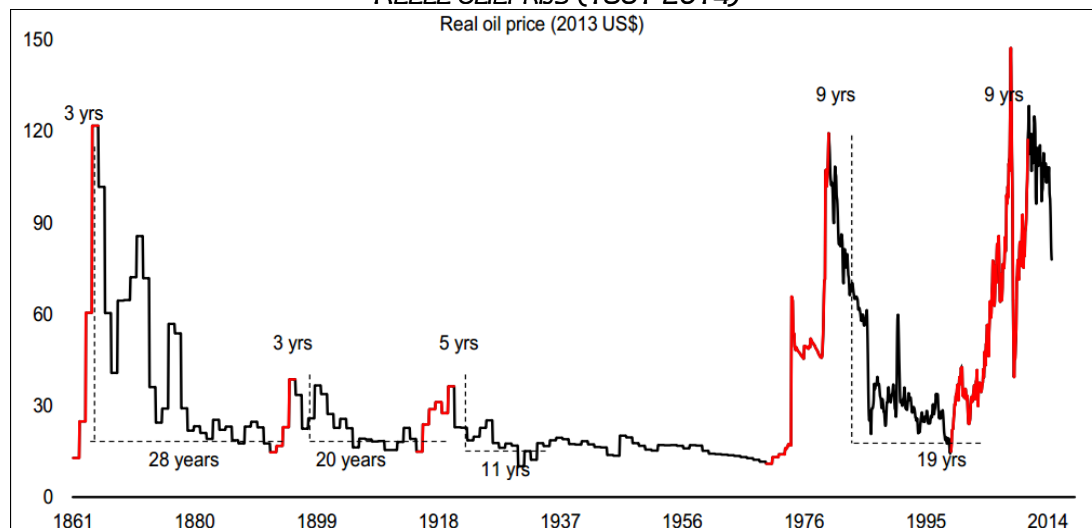
OVERSCHOT OF TEKORT TUSSEN VRAAG EN AANBOD OP DE WERELDWIJDE OLIEMARKT



Bron: IEA, Deutsche Bank

Het is niet zeker dat het tekort, dat het IEA vanaf 2017 verwacht, de olieprijs opnieuw fors zal doen stijgen. Zoals de meeste grondstoffen heeft olieprijs een lange cyclus, waarvan de dalingen (op onderstaande grafiek in het zwart) doorgaans veel langer aanhouden dan de stijgingen (in het rood). Daarbij is de evolutie van de reële olieprijs op lange termijn (na inflatie) interessant.

REËLE OLIEPRIJS (1861-2014)



Bron: CS Fixed Income Research

Hoe dan ook is de terugval van de olieprijsen, als deze lang genoeg aanhoudt, uitstekend nieuws voor de internationale groei.

Waarom leidde de versnelling van die daling in december dan tot paniek op de beurzen?

- De weging van olieproducenten en -dienstverleners in de beursindexen is vrij beperkt en verklaart de besmetting van de andere sectoren niet.
- Buitensporige schommelingen op een markt doen op korte termijn altijd vrezen voor tekortkomingen van tussenpersonen, aangezien zij aanzienlijke verliezen inhouden die moeten worden gecompenseerd door de verkoop van andere posities, en zelfs een risico op faillissement.
- De investeringen in schaliegas werden vooral gefinancierd met obligatie-uitgiftes. Het gaat om 260 miljard dollar aan obligaties van bedrijven waarvan de rating al onder druk staat, en waarvan sommigen failliet zullen gaan, aangezien hun kostprijs ruim boven de huidige olieprijs ligt. Volgens de Financial Times is een vijfde van de obligatie-uitgiftes met een lage rating al "distressed"...
- De prijsdaling is uiteraard zeer slecht nieuws voor de olieproducerende landen en in het bijzonder voor Rusland, dat al virtueel in een recessie was beland, waardoor beleggers de roebel massaal dumpen.
- Ten slotte vergroot de daling op korte termijn het risico op deflatie, dat momenteel het grootste zorgpunt van beleggers vormt.

Kortom: de beurzen houden niet van onzekerheid en dat leidt altijd tot een hogere volatiliteit.

Op langere termijn denken wij nog altijd dat de daling van de olieprijsen uitstekend nieuws is:

- Voor de economische groei van de olie-invoerende landen: Europa, Japan, China, India, Korea enz.;
- Voor de sectoren met aanzienlijke energiekosten: transport, elektriciteitsproductie, zware industrie in het algemeen enz.;
- Voor de consumptie: The Economist raamt dat olieproducenten 1,3 biljoen dollar zullen mislopen (op basis van een olieprijs van 65 USD). Dat geld blijft in de portefeuille van de consument, die daardoor flink meer bestedingsruimte krijgt;
- Ten slotte zal de daling wellicht ook gunstig zijn voor de beurzen:
 - zij zou de Europese Centrale Bank er eindelijk toe kunnen aanzetten om een kwantitatieve versoepeling (QE) door te voeren, zoals de Verenigde Staten, het Verenigd Koninkrijk en Japan dat al eerder met succes deden. Een aantal economen wijst er echter op dat een dergelijke maatregel mogelijk weinig zoden aan de dijk zal brengen omdat hij te laat komt en de economische en financiële context in Europa sterk verschilt van die in de Angelsaksische landen. Europa worstelt namelijk met structurele problemen (hoge loonkosten, starre instellingen, vergrijzing enz.), waarop we de nadruk legden in het verslag van het derde kwartaal.
 - Meer in het algemeen zal de daling van de olieprijsen de bedrijfswinsten ondersteunen.

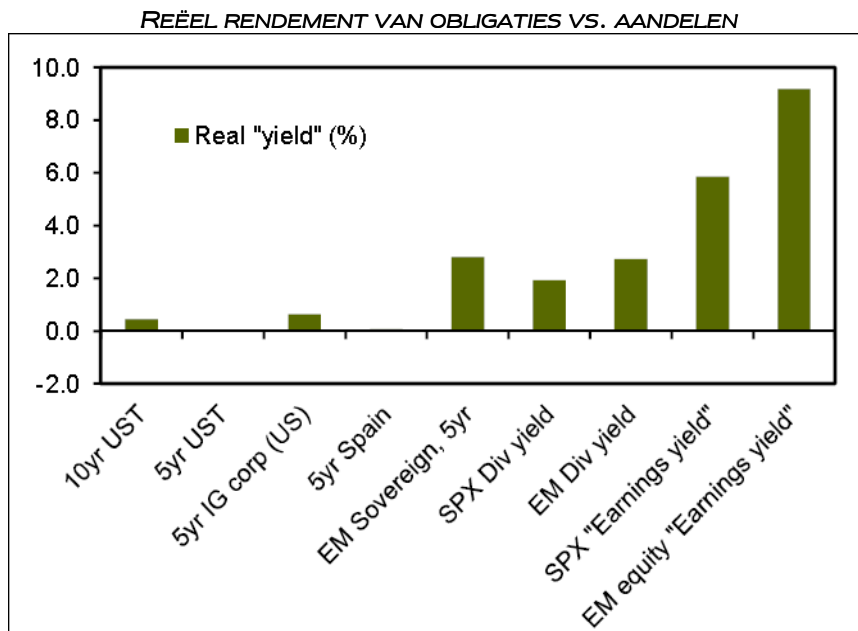
2014: de balans

TreeTop Convertible International eindigt het jaar met een winst. De best presterende posities waren Alimentation Couche Tard, Salix Pharmaceuticals (positie die volledig werd verkocht), Alliance Data Systems, Tata Motors en Kepco. De zwakst presterende posities waren Airbus Group, Hyundai Mobis en Samsung (positie die volledig werd verkocht).

Wat landen betreft, werd het resultaat vooral ondersteund door Noord-Amerika (Verenigde Staten en Canada), België (dankzij de eeuwigdurende obligaties van Fortis) en Indië. Groot-Brittannië, Frankrijk en China hadden daarentegen een negatieve invloed op het resultaat.

Beleggingsstrategie

Aandelen bieden in een context van lage rentevoeten (spaarboekjes, termijnrekeningen en obligaties) nog altijd een hoog winstrendement ("earnings yield", het omgekeerde van de koers-winstverhouding (P/E)).



Bron: MSCI, Goldman Sachs Global Investment Research

Dat neemt niet weg dat de volatiliteit hoog zal blijven, vooral bij schokken zoals de daling van de olieprijs, die wij op termijn als een positieve ontwikkeling zien.

In de **landenallocatie** ging onze voorkeur uit naar landen die het meest geprofiteerd hebben van de lagere energieprijzen:

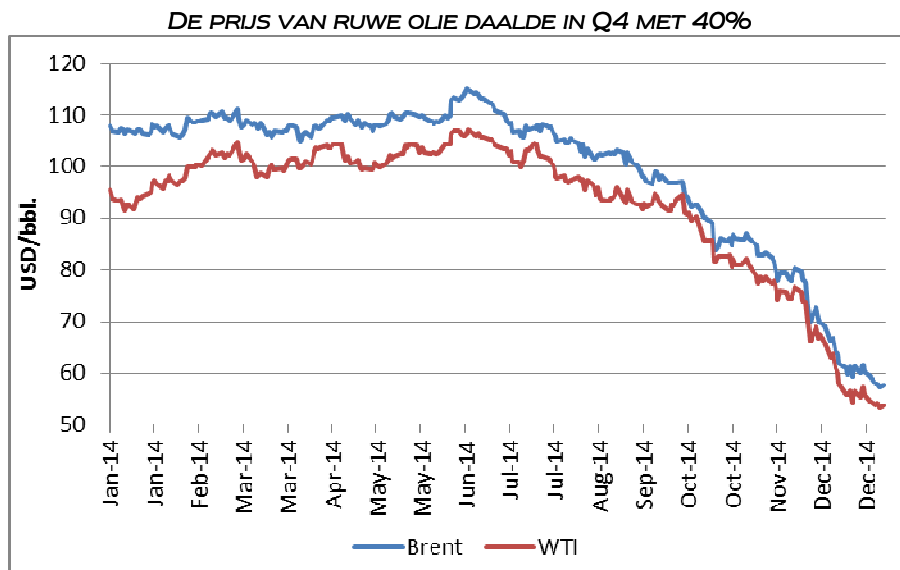
- In **Noord-Amerika** werden uiteraard de olie- en gasproducenten en hun dienstverleners, die slechts 4,3% uitmaken van de S&P 500, gemeden. TreeTop Convertible International heeft slechts één positie in die sector, met name **Valero**, maar die groep spitst zich vooral toe op raffinage, een segment waarin de winstmarges minder kwetsbaar zijn. De favoriete beleggingen blijven **Alimentation Couche-Tard** (buurtwinkels), **Alliance Data Systems** (getrouwheidskaarten) en **United Rentals** (verhuur van industrieel materieel; de activiteit van de groep in de oliesector is relatief beperkt).
 - **Alimentation Couche-Tard** heeft net een belangrijke overname in de Verenigde Staten aangekondigd (20% van zijn omzet). De groep koopt The Pantry Inc, een bedrijf dat vooral actief is in het sterk groeiende zuidoosten van het land. De overnameprijs is laag: 7,7 keer de EBITDA, ofwel 40% minder dan bij de laatste overnames in de sector. Analisten hebben hun winstprognoses voor de komende twee jaar met ongeveer 10% verhoogd. Dat bevestigt onze verwachtingen en het trackrecord van de onderneming, met name dat zij kan groeien door goedkope overnames...

- In het vierde kwartaal werd een nieuw Amerikaans bedrijf in de portefeuille opgenomen, met name **Carnival Corp.**, dat door opeenvolgende overnames wereldwijd marktleider is geworden in de cruisesector. De groep heeft een marktaandeel van 50%. 90% van de markt wordt gecontroleerd door slechts drie spelers. Carnival heeft de afgelopen jaren verschillende bestuursproblemen gehad, die het nieuwe management heeft aangepakt. Dankzij weldoordachte routes en aantrekkelijke prijzen zijn cruises erg populair geworden bij toeristen en ligt de bezettingsgraad het hele jaar door dicht bij het maximum. De drempel voor nieuwe marktspelers ligt erg hoog, aangezien een cruiseschip al gauw een miljard dollar kost... Analisten verwachten een forse stijging van de marges wegens de geringe stijging van het aanbod (in tegenstelling tot de afgelopen jaren), de grote vraag uit Azië en prijsverhogingen. De daling van de olieprijs is ook gunstig, aangezien brandstof goed is voor 20% van de totale kosten.
- De best geplaatste **Aziatische landen** (China, India en Korea) maakten al het grootste deel van de beleggingen van TreeTop Convertible International in de regio uit. We hebben Japan, waar het rendement van het eigen vermogen van bedrijven te wensen overlaat, gemeden; ook al is er beterschap. We hadden vooral vertrouwen in Tata Motors (lukevoertuigen in India), Fufeng Group (additieven voor levensmiddelen in China) en Kepco (elektriciteitsproducent in Korea die sterk profiteert van een daling van de olieprijs). Daarentegen zijn we de posities beginnen afbouwen – met een ruime winst – in Hyundai Motor en Hyundai Mobis (auto's en toebehoren, Korea), waarvan het groeiritme vertraagt.
- **Europa** kreeg een extra dosis zuurstof (meergroei voor het bbp van ca. 0,8%) dankzij de gelijktijdige daling van de olieprijs en de euro (-10% tegenover de dollar sinds mei 2014), op voorwaarde dat de trend niet keert. Onze favoriete posities waren Safran en Airbus (burgerluchtvaart), die hebben geprofiteerd van de sterke groei van het toerisme en het aantal zakenreizen, in het bijzonder in Azië.

We gaan 2015 in met een behoorlijk vertrouwen. We zijn er ons van bewust dat de wereldwijde macro-economische en geopolitieke situatie moeilijk te voorspellen valt, maar zijn ervan overtuigd dat vooral de zorgvuldige selectie van sectoren en effecten bepalend zijn.

3. TreeTop Global Opportunities (19.69%)

Tijdens het kwartaal nam de volatiliteit verder toe op de wereldwijde kapitaalmarkten. Dit was deels te wijten aan de gevolgen van de aanzienlijke daling van de olieprijs, de Russische valutacrisis en, meer recentelijk, de politieke instabiliteit in Griekenland. De prijs van ruwe olie daalde met bijna 40%. Aandelen, obligaties en valuta's bleven schommelen, een illustratie van de onzekerheid die leefde bij beleggers rond de economische vooruitzichten van de verschillende regio's. Aangezien de relatieve groei van de Amerikaanse economie aanhield, bleef de Amerikaanse dollar in waarde stijgen ten opzichte van een mandje belangrijke munten.



Bron: Bloomberg

In Europa kende de globale markt een lichte verbetering (in euro) tijdens het kwartaal, terwijl de volatiliteit hoog en de munten zwak bleven. In Q3 waren we getuige van een trendommekeer. Zo lieten cyclische sectoren, zoals automobiel, discretionaire consumptiegoederen en media, een outperformance optekenen, terwijl de sectoren van de gezondheidszorg en de nutsdiensten een deel van hun grote winsten die ze gedurende de eerste 9 maanden van het jaar hadden gerealiseerd, prijsgaven. Dit weerspiegelt het verhoogd vertrouwen in een Europees herstel in 2015.

Het recent toegenomen vertrouwen wordt gevoed door het optimisme dat leeft rond het feit dat de Europese Centrale Bank voorbereidingen treft voor een vervroegd rondje kwantitatieve versoepeling (door het inkopen van overheidsobligaties) in 2015. Dit optimisme kreeg een boost naar aanleiding van de recente verklaringen van Mario Draghi, voorzitter van de ECB, en de obligatiemarkt heeft al enige weg afgelegd om dit te weerspiegelen. Zo zijn de rentevoeten voor overheidsobligaties op een historisch dieptepunt aanbeland. De hoop wordt gekoesterd dat dit banken zal aanmoedigen om opnieuw leningen te verstrekken aan kleine en middelgrote ondernemingen, waardoor de huidige zwakke groei kan worden aangezwengeld en het steeds meer deflatoire klimaat kan worden omgekeerd. De groei en de inflatie zouden ook moeten kunnen profiteren van de aanhoudende valutadevaluatie. De euro is de afgelopen 3 maanden verder verzwakt en dit zou een uitgesteld positief effect moeten hebben op de economische activiteit. Dit zou moeten worden gecombineerd met de positieve effecten op de consumptie die toe te schrijven zijn aan de lagere olieprijs en de gemakkelijke vergelijkingspunten die zich vanaf maart zullen aandienen met de eerste verjaardag van de start van het geschil in Oekraïne.

Het kwartaal eindigde met een toename van de onzekerheid op korte termijn die gevoed werd door de vervroegde verkiezingen die in Griekenland aangekondigd zijn voor 25 januari. Een machtswissel zou aanzienlijke gevolgen kunnen hebben voor de eurozone, waaronder de mogelijkheid van een Griekse exit. Gelet op dit risico is het misschien niet verrassend dat Griekenland de afgelopen 3 maand met een daling van 20% de slechtst presterende markt in Europa was. Toch heeft dit tot op vandaag een minimale impact gehad op de naburige landen en gelooft de beheerder dat andere perifere Europese landen, zoals Italië, Spanje en Ierland, het herstelpad blijven bewandelen en dat Portugal en Griekenland zullen volgen met vergelijkbare gegevens die er vanaf Q2 2015 aanzienlijk eenvoudiger zullen uitzien.

TreeTop Global Opportunities verminderde eerder op het kwartaal zijn blootstelling aan Europa en momenteel is 27% van de portefeuille belegd in de regio, na de verkoop van de posities in **KPN**, **Lanxess**, **Sodexo** en **Wienerberger**. Meer recentelijk heeft de fondsbeheerder een positie in **Mediaset** toegevoegd na vroege tekenen die wijzen op een herstel van de Italiaanse reclamemarkt.

Mediaset – Mediaset Group is de grootste commerciële zender in Italië en heeft een aandeel van 46% in Mediaset España - de grootste tv-zender in Spanje. De Italiaanse reclamemarkt zou in 2015 een herstel moeten kennen aangezien RAI, de concurrent van Mediaset, in mindere mate een "rate discounter" wordt en de activiteiten van de onderneming op het vlak van betaal-tv een minder nadelige impact zouden mogen hebben op de rentabiliteit. De onderneming wordt momenteel verhandeld aan 5x EV/EBITDA (2015).

Het lijkt er sterk op dat het VK in 2014 de snelst groeiende ontwikkelde economie is geweest en verwacht wordt dat ze in 2015 de snelst groeiende economie in West-Europa zal zijn. De Britse posities in portefeuille zijn **Royal Bank of Scotland** en **Barclays**. De politieke onzekerheid zou een impact kunnen hebben op het ondernemers- en consumentenvertrouwen in aanloop naar de algemene verkiezingen van mei, waarbij uit opiniepeilingen steeds meer blijkt dat geen van de twee grote politieke partijen erin zal slagen een volstrekte meerderheid te behalen. Een verlengde periode van politieke onzekerheid zou kunnen leiden tot enige groeivertraging, vooral gelet op het feit dat de groei vooral aangestuurd wordt door de consumptie.

De Amerikaanse aandelenmarkt bleef gedurende het vierde kwartaal sterk presteren. Globaal genomen lijkt de markt nu duur te zijn, maar de beheerder vond in sommige sectoren toch waardepotentieel. De aanhoudende sterkte van de dollar heeft geleid tot een vertraging of daling van de aan de valuta aangepaste omzetgroei voor multinationale bedrijven. Gezondheidszorg en IT, de sectoren die in de eerste 9 maanden van 2014 het sterkst presteerden, bleven sterk groeien maar werden gedurende het kwartaal toch voorbijgestoken door een aantal sectoren, waaronder retail en transport. De beheerder bleef mogelijkheden vinden in innovatieve technologie en belegde gedurende het kwartaal in **Polypore**.

Polypore – Polypore is een kwalitatief hoogwaardig industrieel bedrijf met een activiteit die uit twee delen bestaat: een stabiel groeiende activiteit op het vlak van gezondheidszorg en milieu, die een trage groei maar hoge marge-inkomsten vertoonde en een lithium ion-batterijscheideractiviteit waarvoor ze onlangs volume- en prijscontracten hebben ondertekend met Samsung SDI en Panasonic. Polypore wordt momenteel verhandeld aan 24x de omzet van volgend jaar.

In contrast hiermee waren de zwakste sectoren gedurende het kwartaal energie - wat in grote mate te wijten is aan de aanzienlijke daling van de olieprijs - en metalen & mijnbouw. Toch verwachtte de beheerder dat de olieprijs zich zou stabiliseren en in 2015 zou moeten beginnen herstellen, aangezien het overaanbod geleidelijk afneemt en hij waarde zag in energiebedrijven met kwalitatief hoogwaardige inkomsten. In het licht hiervan heeft de beheerder gedurende het kwartaal een positie in **Patterson UTI-Energy** toegevoegd.

Patterson UTI-Energy – Patterson verleent landboor- en drukpompdiensten aan de Noord-Amerikaanse olie- en gasindustrie. Het aandeel corrigeerde sterk naar aanleiding van de recente daling van de olieprijs, waardoor het minder goed presteerde dan de bredere markt van de oliediensten. De omzetcijfers en balans van Patterson zijn bijzonder goed. Het aandeel wordt momenteel verhandeld aan 13,9x de omzet van volgend jaar en werd verhandeld in een dal in termen van ondernemingswaarde tot geïnvesteerd kapitaal, wat doet vermoeden dat de cyclus reeds werd verrekend.

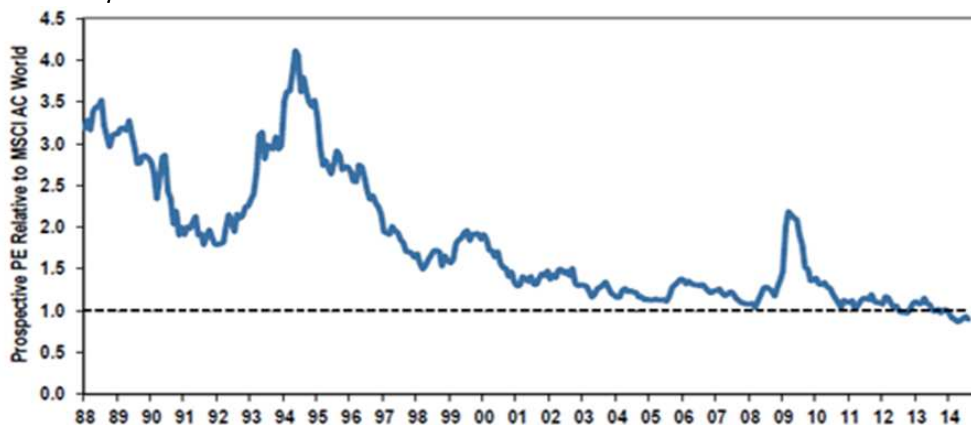
Terwijl de waarderingen er in sommige sectoren duur beginnen uit te zien, gelooft de beheerder dat dankzij een gemakkelijke vergelijkingspunt in H1 2015 - deels dankzij een uitzonderlijk koude winter in 2014 - het momentum inzake omzetgroei volgend jaar zal blijven voortduren. Globaal genomen is de blootstelling van de portefeuille aan de VS gedurende het kwartaal licht opgetrokken tot 34%.

Gelet op de waarschijnlijke rentestijging die in 2015 zal plaatsvinden, bleef de beheerder geïnteresseerd in die bedrijven die inspelen op dit thema – **American International Group**, **Citigroup**, **JPMorgan** en **Aflac**.

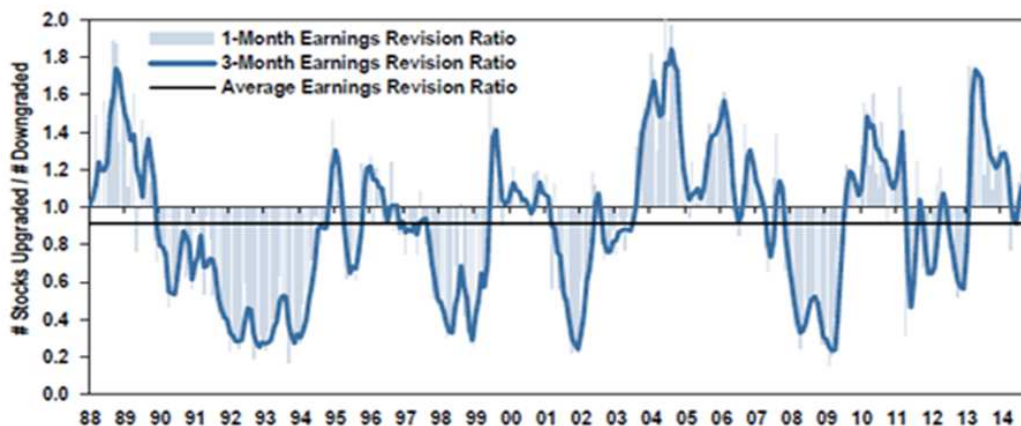
De blootstelling van de portefeuille aan Azië werd in de loop van het kwartaal verhoogd naar 35%, waarbij het aandeel van Japan in de portefeuille werd opgetrokken naar 14% en de blootstelling aan Taiwan werd verhoogd. In Japan blijven de waarderingen en de omzetherzieningen aantrekkelijk en bleef de beheerder verwachten dat de omzet zou versnellen. Hulp hierbij zou geboden worden door de aanzienlijke operationele hefboom die geboden wordt door prijsinflatie, die positief is gebleven zelfs al is de impact van de verhoging van de consumentenbelasting van april verdwenen. Een duurzame inflatie vereist een verandering van de inflatieverwachtingen van de bevolking, die getemperd werden door de vrijwel nulgroei van de prijzen in 20 jaar. De beheerder gelooft dat een loonstijging de belangrijkste manier is om deze verwachtingen te doen wijzigen en wordt hierbij bijgetreden door zowel het steeds duidelijker tekort aan arbeidskrachten en het aantal bedrijven die verklaard hebben dat ze van plan zijn hun lonen in 2015 op te trekken.

Ook beleidswijzigingen hadden een positieve impact. De recente verlaging van de vennootschapsbelasting en een belastingversoepeling met betrekking tot de overdracht van kapitaal zou moeten helpen om de bedrijfs- en persoonlijke uitgaven te doen stijgen. Japan zou ook aanzienlijk moeten profiteren van de lage olieprijs en de goedkope yen.

DE P/E VAN JAPAN IS GEDAALD TO MINDER DAN 1x MSCI ASC WORLD INDEX



DE JAPANESE OMZETHERZIENINGEN BLEVEN HET STERKST



Bron: BofA Merrill Lynch

De beheerder verwacht dat de stijging van de rentabiliteit en het aanhoudend tekort aan arbeidskrachten zal leiden tot hogere kapitaaluitgaven van bedrijven in Japan, wat de belangrijkste drijfveer van de portefeuille was om onlangs te beleggen in **Fujitsu**.

Fujitsu – Fujitsu is de grootste speler binnen de Japanse IT-dienstensector. Er wordt een sterke capex-cyclus voor IT-diensten verwacht in Japan, zowel in de private als de openbare sectoren. Binnen de private sector zouden de kapitaaluitgaven aangestuurd moeten worden door de betere bedrijfsrentabiliteit, terwijl binnen de openbare sector het Japanse ID-programma en de Olympische Spelen van 2020 die in Tokio zullen plaatsvinden, de belangrijkste bepalende factoren zijn. Fujitsu wordt momenteel verhandeld aan 10x de omzet van volgend jaar.

Elders in Azië bleef de Indiase markt sterk presteren gedurende het kwartaal, zoals ze dit ook gedaan heeft sinds het verkiezingssucces van Narendra Modi in het 2^{de} kwartaal, wat ten goede kwam aan de positie in **Shriram Transport**. Ook Taiwan onderscheidde zich volgens de beheerder als een interessante markt met groei die aangedreven wordt door innovatieve technologieën waarvoor de Taiwanese bedrijven belangrijke onderdelen van de toeleveringsketen bezitten. De belegging van TreeTop Global Opportunities in **TPK** gedurende het kwartaal was gestoeld op dit thema.

TPK – TPK vervaardigt aanraakschermen voor computers en hand-held toestellen. Ze reikt high-end oplossingen aan en daardoor zijn ze ook terug te vinden in de meeste producten van Apple. De onderneming publiceerde bijzonder zwakke cijfers voor het 3^{de} kwartaal, deels omdat het bedrijf de capaciteit optrok voor de iWatch, die daarna werd uitgesteld. Deze prijsstijging vond plaats in het 4de kwartaal, samen met de prijsstijging van een aantal andere producten met een hoge marge, waaronder de 12,6" iPad. De volgende technologiebarrière is drukgevoelige schermen die volgend jaar terug te vinden zullen zijn op de iPhone 6s en aangeleverd zullen worden door TPK volgens hun ontwikkelingscontract. Een van zijn concurrenten, Wintek, is onlangs effectief in faillissement gegaan, wat zorgt voor een betere pricing-omgeving. TPK wordt momenteel verhandeld aan 1,4x aandelenkoers versus boekwaarde.

In China is het tempo van de economische vertraging verminderd door ingrijpende beleidswijzigingen, waaronder een verhoogde openbare uitgavenstimulus en een renteknip. Dit zou bijkomend ondersteund worden door een verlaging van de reserve-vereiste-ratio van de banken door de People's Bank of China waarbij banken momenteel aan de PBOC vragen om dit te doen. De beheerder blijft opportuniteiten zien, vooral in sectoren die de tendens naar hogere consumptie benutten. Een dergelijk voorbeeld gedurende het kwartaal was de belegging in **YY**.

YY – YY is een platform dat de opkomende "fans economy" in China exploiteert via het online live uitzenden van zangers, computerspelwedstrijden en andere vormen van ontspanning aan een publiek van "Jan en alleman". Het platform wordt vooral gefinancierd door middel van virtuele schenkingen die door leden uit het publiek gekocht worden voor performers, waarbij een kleiner deel afkomstig is uit reclame-inkomsten. De groei werd aangestuurd door de toename van het aantal betalende leden en nieuwe live uitzendkanalen, waaronder online datingshows en onderwijs. YY wordt momenteel verhandeld aan 16x de omzet van volgend jaar.

Vooruitzichten

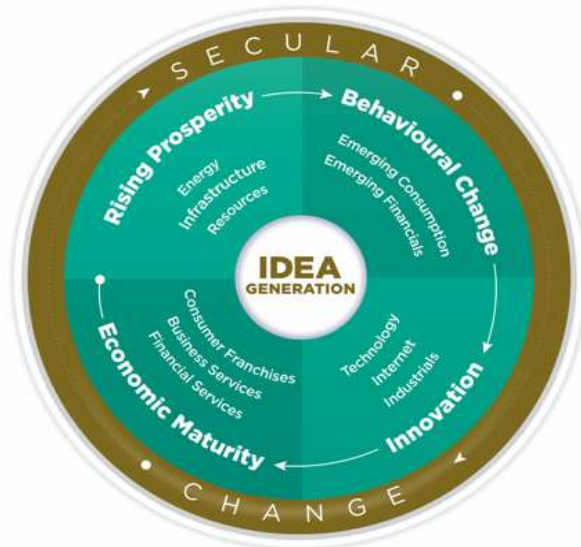
In 2014 waren we getuige van het feit dat de aandelenmarkten zich consolideerden na de aanzienlijke winsten die de afgelopen paar jaar werden gerealiseerd. Het leiderschap van de wereldeconomie is stevig in handen van de VS aangezien de opkomende markten de beleggingscyclus niet langer aansturen. Het is duidelijk dat we het punt van ommekeer voor de rentevoeten in de VS naderen. Het einde van het tijdperk van zeer "goedkoop" geld is nakend gelet op het feit dat de kwantitatieve versoepeling ook op zijn einde loopt. Het herstel van Europa blijft wankel, waarbij de op handen zijnde vervroegde verkiezingen in Griekenland opnieuw een hindernis vormen, maar volgens ons zou Europa moeten beginnen meer aandacht te besteden aan Q2 2015 aangezien de vergelijkingspunten bijzonder gemakkelijk lijken. De exportsector in de eurozone zal ook beginnen profiteren van de zwakkere euro, die de concurrentiekracht verhoogt. Japan vertoont vroegtijdige signalen van een positieve reactie op de onlangs geïmplementeerde stimulusmaatregelen. De beheerder heeft geen problemen om bedrijven te vinden die aan zijn vereisten inzake het versnellen van de omzetgroei en een uit te buiten waarderingsverschil beantwoorden. De portefeuille is momenteel vrij evenwichtig gewogen over de belangrijkste beleggingsregio's heen, zijnde Amerika, Europa en Azië.

4. TreeTop Global Conviction (13.01%)

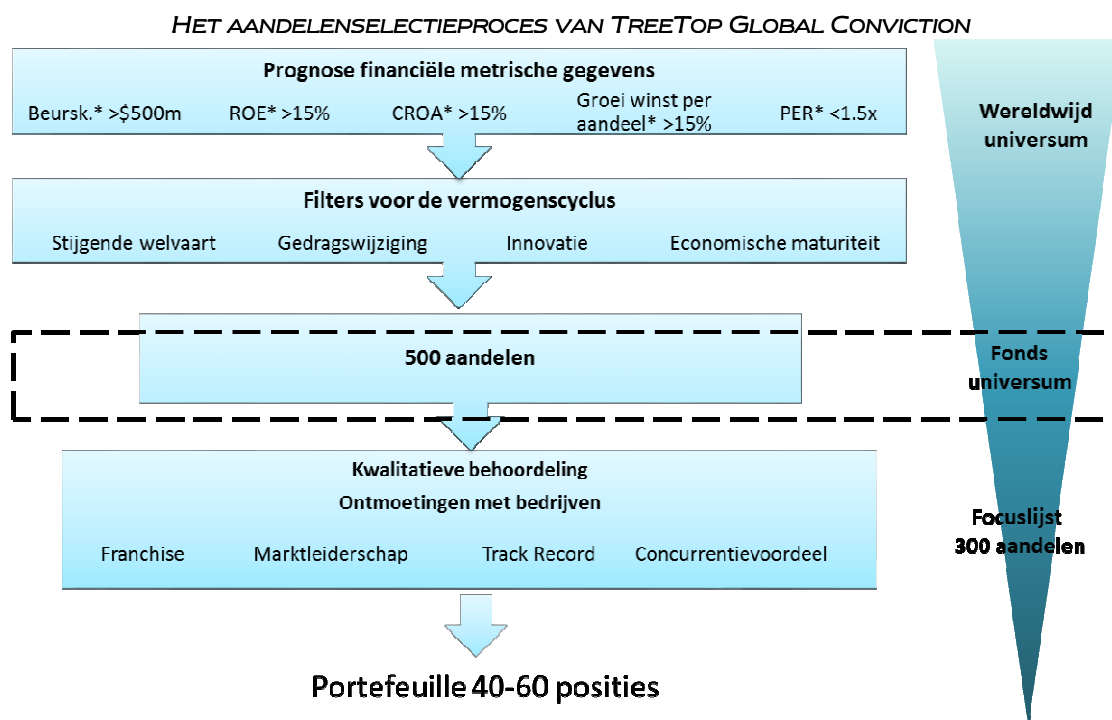
Het bleek een gelukkig toeval te zijn dat TreeTop in het midden van oktober 2014 en samenvallend met een correctie op de wereldwijde aandelenmarkten, Global Conviction lanceerde. Hoewel het een duidelijk voordeel is over cash te beschikken om in dergelijke omstandigheden te beleggen, bestaat er altijd een dilemma over wanneer het kapitaal toe te wijzen. Hier voerde de beheerder van TreeTop Global Conviction dit in drie fasen uit gespreid over een periode van ongeveer drie weken, terwijl de markt zich stabiliseerde en herstelde, en was het kapitaal tegen het einde van oktober bijna volledig belegd. Als gevolg hiervan en gelet op het feit dat de markten sindsdien zijn gestegen en dat de aandelen- en sectorselectie van het fonds goed was, heeft de portefeuille een sterke start gemaakt.

Aangezien dit het eerste kwartaalverslag is voor het TreeTop Global Conviction Fund, lijkt het gepast om de beleggingsbenadering uiteen te zetten. TreeTop Global Conviction Fund wordt beheerd in de overtuiging dat beleggen in sterk rendabele ondernemingen met een hogere omzetgroei betere rendementen op middellange termijn genereert. De beheerder verwacht van de beoogde ondernemingen dat ze over een periode van twee jaar een hoog rendement op eigen vermogen kunnen genereren en dat ze in staat zijn om een hoge en duurzame jaarlijkse winstgroei per aandeel te realiseren. De ondernemingen waarin hij belegt, beschikken nooit over een sterke hefboomwerking. Hij maakt gebruik van wat hij de vermogenscyclus noemt om zich toe spitsen op regio's en sectoren die het meest geschikt zijn voor de ontwikkelingsfase van een land naargelang dat land of die regio welvarender wordt. Algemeen genomen focust de beheerder zich vooral op de kwadranten Gedragswijziging, Innovatie en Economische maturiteit uit onderstaand diagram.

DE VERMOGENSCYCLUS VAN TREETOP GLOBAL CONVICTION



Daarna, nadat hij zich ervan vergewist heeft dat de beoogde onderneming aan de kwantitatieve vereisten van de beheerder zal beantwoorden, beoordeelt hij de kwaliteit van de activiteiten door waar mogelijk het management te ontmoeten en de vooruitgang die ze boeken nauwlettend op te volgen. Vier van de vijf leden van het beleggingsteam beschikt over meer dan twintig jaar beleggingservaring, terwijl de vijfde al vijftien jaar in het vak zit. Tot slot, en als belangrijkste punt, benadert de beheerder de aandelen- en marktselectie vanuit een "absolute return"-ingesteldheid en laat zich niet beïnvloeden door de huidige obsessie voor referentie-indices. In elk geval betreft het hier een actieve portefeuille. Dit houdt in dat het rendement van het fonds vaak aanzienlijk zal afwijken van dat van de wereldwijde aandelenmarkten, maar de beheerder gelooft niet in het toewijzen van kapitaal aan sectoren of regio's die geen positieve absolute rendementen gaan genereren. Per 31 december 2014 houdt TreeTop Global Conviction 41 aandelenposities aan.



Als groeibeleggers en met veel ervaring op dit vlak, behoudt TreeTop Global Conviction momenteel een weging van 44% in Azië. De regio omvat meer dan de helft van de wereldbevolking, kent een aanzienlijk snellere groei en beschikt over enkele bijzonder aantrekkelijke beleggingsmogelijkheden. Een land waar de beheerder zich van bij het begin op gefocust heeft, was India. Na vijf jaar lang weggekwijnd te zijn onder een socialistische regering, wat leidde tot een groei onder pari en dalende investeringen, betekende de verkiezing in april 2014 van Narendra Modi als eerste minister met een vrijwel unieke volstreekte meerderheid de aanzet van een bijzonder sterke heropleving van de aandelenmarkt. Deze heropleving zette zich voort tot het einde van het jaar en is het fonds wezenlijk ten goede gekomen. In India heeft TreeTop Global Conviction een positie in **Indiabulls Housing Finance Ltd**, een van de toonaangevende hypotheekverstrekkers in een land waar de vraag naar nieuwe huizen een aantal jaar lang ondermaats is gebleven, maar met een hervormingsgezinde regering en de dalende olieprijsen gelooft de beheerder dat de Reserve Bank of India over de mogelijkheid beschikt om de rentevoeten aanzienlijk te verlagen aangezien de inflatie begint te dalen. Omwille van dezelfde redenen heeft het fonds ook een positie in **Maruti Suzuki**, de grootste autobouwer van het land, en in **HDFC Bank**, de grootste bank uit de private sector van het land die groeicijfers voor zowel leningen als deposito's van meer dan 15% laat optekenen.

In geheel Azië gaat de voorkeur van de beheerder steevast uit naar de binnenlandse consumptie ten nadele van fabrikanten en andere cyclische industrieën, dit op basis van het feit dat de Aziaten bijzonder hard werken, naarstig sparen en heel hoge ambities koesteren. Hij legde zich minder toe op de sector van de high profile luxegoederen, maar hield een blootstelling aan een brede waaier aan consumentensectoren, gaande van reizen, voeding en gezondheidszorg tot e-commerce. En het is precies in deze laatste sector dat hij sterk gefocust is op China. De beheerder identificeerde deze in een vroeg stadium al als een bijzonder opwindende groeiopportunity na getuige te zijn geweest van de bijzonder sterke vooruitgang van e-commerce in het westen. In China heeft de buitengewone snelheid en de nu vrijwel universele aanvaarding van smartphones en tablets de ontwikkeling van e-commerce versneld, en wel in die mate dat deze nu goed is voor bijna 10% van alle retailomzet van het land, wat een hoger percentage is dan in de VS. De portefeuille is aan de sector blootgesteld via een positie in **Baidu** (internet zoekmachine), dat het sterkst aanleunt bij Google en een marktaandeel van 78% in handen heeft. TreeTop Global Conviction heeft ook een positie in **Alibaba**, de veelbesproken internetmarktplaats en sinds midden 2014 een nieuwkomer op de beurs. Online auto-retailing staat in China nog steeds in de kinderschoenen, maar de leider in het universum, **Bitauto.com**, dat zelf ten belope van 21% eigendom is van Autotrader.com uit de VS, lijkt bijzonder goed gepositioneerd.

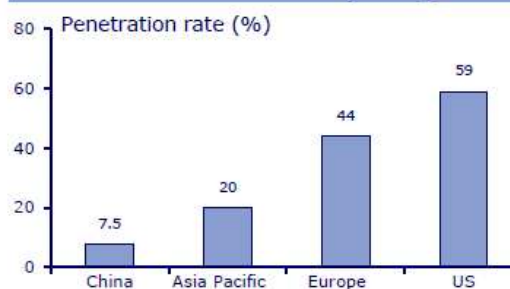
Tot slot, aangezien mensen steeds welvarender worden, reizen ze steevast meer en doordat ze steeds meer vertrouwd raken met het proces, kunnen ze hun reizen ook zelf organiseren. Zoals uit onderstaande grafiek kan worden afgeleid, zijn online reisboekingen goed voor slechts 7,5% van alle reisuittgaven in China, een cijfer dat nog steeds duidelijk lager ligt dan de rest van de regio Azië/Stille Zuidzee, laat staan Amerika en Europa. **Ctrip.com**, een van de posities binnen TreeTop Global Conviction is met enige voorsprong de leider binnen de online reismarkt.

China's online travel penetration



Source: iResearch, CITICS

China vs USA online travel (2013)



Source: eMarketer, iResearch, CITICS

Japan vormde eveneens een interessante regio voor TreeTop Global Conviction en de beheerder heeft ongeveer 16% van de portefeuille aan die markt toebedeeld. De herverkiezing van eerste minister Abe in december heeft het politiek beleid op zijn minst gestabiliseerd voor de voorzienbare toekomst en de Bank of Japan blijft vasthouden aan een beleid van agressieve monetaire expansie. Het is geen markt die weggelegd is voor de ongeduldige belegger en ze heeft een moeilijk jaar achter de rug, met een heropleving gedurende de laatste maanden en met rendementen voor diegene die hun valutablootstelling hadden afgedekt, zoals ook het geval was voor TreeTop Global Conviction. De blootstelling van het fonds was onderverdeeld tussen exporteurs en binnenlandse consumptiespelers.

Amerika is altijd een betrouwbare en opwindende regio geweest en blijft dit ook. De beheerder vertoonde de neiging om zich toe te spitsen op sectoren waarvan hij geloofde dat de VS er voortdurend in uitblinkt, met name innovatie, technologie en, meer algemeen gesproken, de dienstensector. Het is een enorm groot en homogeen land, waardoor Amerikaanse bedrijven de mogelijkheid krijgen te groeien tot ze een aanzienlijke omvang hebben bereikt alvorens zich te wagen aan het extra risico van een overzeese expansie.

Momenteel is het fonds binnen de consumentensector vertegenwoordigd via posities in **VF Corp**, de eigenaar van onder andere Timberland en North Face, en **ULTA Salon**, dat een keten van 600 cosmeticawinkels met bijhorende schoonheids- en kapsalons uitbaat. VF Corp breidt zijn overzeese netwerk uit, terwijl ULTA in zijn resultaten voor het 3de kwartaal van 2014 aankondigde dat het voor de komende tien jaar een verdubbeling van zijn winkelbasis verwacht. Binnen de gezondheidszorg kocht de beheerder **Dexcom**, een in California gevestigde maker van toestellen die de bloedsuikerspiegels van diabetici voortdurend monitoren en de resultaten naar een smartphone kunnen sturen, waardoor het niet langer nodig is vingerpriktests uit te voeren, die pijnlijk zijn en in vele opzichten onbevredigende resultaten opleveren. Diabetes is nu al uitgegroeid tot een wereldwijde epidemie en slurpt met 400 miljoen mensen die eraan lijden, een verbluffend percentage van 20% van het gezondheidszorgbudget van de ontwikkelde wereld op. Dexcom heeft slechts 100.000 monitors in omloop waardoor de opportuniteit verbluffend blijft.

Als groeibeglegger vindt de beheerder de Europese markten eerder moeilijk. Hoewel er tal van eersterangsbedrijven zijn, blijft het macro-economische plaatje enigszins ontmoedigend ogen. Daarom blijft hij onderwogen aan de regio in de overtuiging dat de lagere waarderingen waarschijnlijk gerechtvaardigd worden door de minder opwindende opportuniteiten die geboden worden aangezien de eurozone te kampen heeft met deflatie. Dit gezegd zijnde, blijft hij altijd op de loer liggen en gaat zijn voorkeur momenteel uit naar de Duitse vastgoedfirma **Patrizia Immobilien**, de maker van halfgeleiders **ASML**, en de Zweedse fabrikant van 3D-printers **Arcam**, dat volgens hem een bijzonder interessant voorstel is. Het bedrijf heeft tot nu toe al 180 printers verkocht die titanium onderdelen vervaardigen voor de lucht- en ruimtevaart- en medische industrie. Boeing en Airbus behoren tot zijn grootste klanten en het bedrijf is zelf eigenaar van een Canadese producent van het titaniumpoeder dat gebruikt wordt in zijn printers, alsook een fabrikant van medische reserveonderdelen, zoals heupen, knieën en andere gewrichten.

TreeTop Global Conviction vangt het jaar 2015 volledig belegd en met een gevoel van optimisme aan. De beheerder voelt dat de Amerikaanse economie zich onlangs mooi hersteld heeft en begint een betere groei van de tewerkstelling te zien. China heeft zich gestabiliseerd en als gevolg hiervan is het sentiment naar Azië in het algemeen aan het verbeteren. De verwaarloosbare loonstijging en de dalende voedselprijzen hebben een duidelijke impact op de wereldwijde inflatie, wat de vrees voor deflatie doet toenemen, een vrees die tot nu toe volgens hem ongerechtvaardigd is. De groei mag dan wel laag zijn, maar is nog niet tot stilstand gekomen. En wat dit laatste punt betreft, is de beheerder van oordeel dat de wereldeconomie nu een sterke boost heeft gekregen door de daling van de olieprijs en, gelet op het feit dat de wereld overspoeld wordt door liquide middelen, heeft hij alle zeilen bijgezet.

TREETOP PATRIMOINE CONSERVATIVE

De portefeuille van **TreeTop Patrimoine Conservative** is op 31 december 2014 als volgt ingedeeld:

- 64.6% in beleggingen met vaste rente: bancaire deposito's en obligaties (buiten converteerbare obligaties)
- 19.99% in TreeTop Convertible International, waarvan u het gedetailleerd rapport hierboven terugvindt
- 6.46% in TreeTop Global Opportunities, waarvan u het gedetailleerd rapport hierboven terugvindt
- 3.58% in TreeTop Global Conviction, waarvan u het gedetailleerd rapport hierboven terugvindt
- 5.4% in eeuwigdurende converteerbare obligaties Fortis "cashes". Ze bieden een rente die 2% hoger ligt dan die van de Euribor, die driemaandelijks herzien wordt. Aan hun koers van ongeveer 76%, bedraagt het courant rendement van deze obligaties om en nabij 2.6% (geïndexeerd op de Euribor, in geval van een rentestijging), wat interessant is voor een debiteur van deze kwaliteit.

Het obligatiegedeelte is samengesteld uit:

- OLO's van de Belgische Staat met een middellange looptijd (looptijd 2016) waarvan het rendement tijdens het kwartaal nog verder is gedaald.
- de effecten ITALIAN GOVT BOND 4.75% 05/01/17 en 5.50% 1/11/22: de Italiaanse rentevoeten zijn blijven dalen in navolging van de algemene daling (met uitzondering van Griekenland) van de Europese rentevoeten.
- 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 op 2014

Prestatie op 31/12/2014				
	TreeTop Patri. Intl A EUR	TreeTop Patri. Intl P EUR	TreeTop Patri. Conserv. A EUR	TreeTop Patri. Conserv. P EUR
Cumulatieve rendementen				
3 maanden	+0.42%	+0.43%	+0.18%	+0.18%
1 jaar	+2.57%	+2.58%	+1.77%	+1.77%
Actuariële rendementen op jaarbasis				
3 jaar	+10.57%	+10.57%	+5.62%	+5.61%
5 jaar	+6.43%	-	-	-
Sinds begin*	+6.54%	+10.09%	+5.65%	+5.65%

* TreeTop Patrimoine International : de Klasse A werd gelanceerd op 15 oktober 2009, de Klasse P op 14 oktober 2011. TreeTop Patrimoine Conservative : de Klasse A en P waren gelanceerd op 14 oktober 2011.

De compartimenten International en Conservative hebben geen referentiesindex.

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 15 april 2014, 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 2014, 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 2014, 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 2015

Valérie Arnold

Overzicht van het nettovermogen per 31 december 2014

(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
ACTIVA			
Effectenportefeuille tegen waarderingswaarde (toelichting 1a)	66.528.661,33	16.279.805,15	82.808.466,48
Banktegoeden	22.707.362,70	19.366.640,18	42.074.002,88
Te ontvangen rente op obligaties	36.516,17	39.380,09	75.896,26
Te ontvangen rente op termijntransacties	6.589,65	7.766,21	14.355,86
Te ontvangen bedragen uit inschrijvingen	663.773,56	0,00	663.773,56
Te ontvangen bedragen uit effectenverkoop	0,00	171.706,53	171.706,53
Te ontvangen retrocessies (toelichting 10)	177.203,94	33.060,32	210.264,26
Totale activa	90.120.107,35	35.898.358,48	126.018.465,83
PASSIVA			
Te betalen taken en kosten (toelichting 3)	242.972,47	66.008,17	308.980,64
Bankschulden	0,00	189.733,62	189.733,62
Te betalen debetrente	0,00	6,59	6,59
Te betalen bedragen voor de aankoop van effecten	353.113,09	0,00	353.113,09
Te betalen bedragen voor terugkopen	0,00	206.118,92	206.118,92
Totale passiva	596.085,56	461.867,30	1.057.952,86
NETTOACTIVA	89.524.021,79	35.436.491,18	124.960.512,97
Aantal aandelen in omloop (aan het einde van het boekjaar)			
- Kapitalisatie A EUR	169.138,944	62.563,057	
- Kapitalisatie P EUR	484.694,748	234.427,960	
Netto-inventariswaarde per aandeel (aan het einde van het boekjaar)			
- Kapitalisatie A EUR	139,12	119,30	
- Kapitalisatie P EUR	136,15	119,32	

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

Staat van de verrichtingen van 1 januari tot 31 december 2014
(per compartiment)

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
INKOMSTEN			
Ontvangen rente op obligaties (toelichting 1g)	144.905,37	147.243,08	292.148,45
Interesten op beleggingen (toelichting 1g)	57.439,74	59.719,07	117.158,81
Ontvangen retrocessies (toelichting 10)	640.381,33	159.192,11	799.573,44
Totaal	842.726,44	366.154,26	1.208.880,70
UITGAVEN			
Beheersprovisie (toelichting 4)	514.205,62	149.127,49	663.333,11
Distributie provisie (toelichting 8)	291.110,08	111.912,01	403.022,09
Provisie voor de depotbank (toelichting 7)	12.165,02	4.155,74	16.320,76
Abonnementstaks (toelichting 5)	14.314,85	14.408,26	28.723,11
Kosten op transakties	540,95	338,75	879,70
Administratiekosten	34.712,63	22.500,00	57.212,63
Diverse kosten en provisies	26.040,40	14.452,10	40.492,50
Debetrente	333,74	286,56	620,30
Totaal	893.423,29	317.180,91	1.210.604,20
NETTO-INKOMSTEN	-50.696,85	48.973,35	-1.723,50
Gerealiseerde nettomeerwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	1.557.957,98	1.389.977,85	2.947.935,83
Gerealiseerde nettominderwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	0,00	-419,83	-419,83
GEREALISEERDE NETTOWINST/(-VERLIES)	1.507.261,13	1.438.531,37	2.945.792,50
Wijziging van niet-gerealiseerde meerwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	9.851.702,65	2.189.723,85	12.041.426,50
Wijziging van niet-gerealiseerde minderwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	-9.396.324,74	-2.795.482,37	-12.191.807,11
RESULTAAT VAN DE VERRICHTINGEN	1.962.639,04	832.772,85	2.795.411,89

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

**Ontwikkeling van de nettoactiva
van 1 januari tot 31 december 2014
(per compartiment)**

	TreeTopPatrimoine International (IN EUR)	TreeTopPatrimoine Conservative (IN EUR)	Geconsolideerd (IN EUR)
NETTOACTIVA (in het begin van het boekjaar)	61.526.113,07	42.766.275,65	104.292.388,72
NETTO-INKOMSTEN	-50.696,85	48.973,35	-1.723,50
Gerealiseerde nettomeerwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	1.557.957,98	1.389.977,85	2.947.935,83
Gerealiseerde nettominderwaarde - beleggingen (toelichting 1b)	0,00	-419,83	-419,83
Subtotaal	63.033.374,20	44.204.807,02	107.238.181,22
INSCHRIJVINGEN / TERUGKOPEN			
- Inschrijvingen	34.361.760,26	11.633.577,80	45.995.338,06
- Terugkopen	-8.326.490,58	-19.796.135,12	-28.122.625,70
Netto-inschrijvingen / -terugkopen	26.035.269,68	-8.162.557,32	17.872.712,36
Wijziging van niet-gerealiseerde meerwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	9.851.702,65	2.189.723,85	12.041.426,50
Wijziging van niet-gerealiseerde minderwaarde (toelichting 1e) - beleggingen	-9.396.324,74	-2.795.482,37	-12.191.807,11
NETTOACTIVA (aan het einde van het boekjaar)	89.524.021,79	35.436.491,18	124.960.512,97

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

Overzicht van de Effectenportefeuille per 31 december 2014

(compartiment TreeTop Portfolio International)

VALUTA	BENAMING	HOEEVELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.14 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% 28/09/16	550.000	512.372,67	581.542,50	0,65
	BNP PARIBAS 2,875% 13/07/15	320.000	318.767,27	324.526,40	0,36
	FORTIS BANQUE FRN 07-PERPETUAL	3.250.000	2.496.250,00	2.475.005,00	2,76
	ING BANK 3,375% 03/03/15	290.000	290.714,12	291.548,60	0,33
	ITALIAN REPUBLIC BTP 4,75% 01/05/17	1.075.000	1.055.905,00	1.178.415,00	1,32
	ITALY BTP 5,50% 01/11/22	980.000	1.021.029,00	1.260.892,50	1,41
	Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt		5.695.038,06	6.111.930,00	6,83
	Andere effecten				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	104.981	24.942.867,92	31.138.398,10	34,78
	TREETOP GLOBAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	124.840	15.252.752,89	17.626.210,43	19,69
	TREETOP GLOBAL CONVICTION EUR -A- -CAP-	107.930	10.809.344,50	11.652.122,80	13,01
	Totaal Andere effecten		51.004.965,31	60.416.731,33	67,48
	Totaal van de effectenportefeuille		56.700.003,37	66.528.661,33	74,31

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

Geografische spreiding per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	60.416.731,33	67,49
BELGIË	3.056.547,50	3,41
ITALIË	2.439.307,50	2,72
FRANKRIJK	324.526,40	0,36
NEDERLAND	291.548,60	0,33
Totaal van de effectenportefeuille	66.528.661,33	74,31

Sectorale spreiding per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	60.416.731,33	67,49
BANKEN	3.091.080,00	3,45
STATEN	3.020.850,00	3,37
Totaal van de effectenportefeuille	66.528.661,33	74,31

Spreiding per valuta per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Portfolio International	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	66.528.661,33	74,31
Totaal van de effectenportefeuille	66.528.661,33	74,31

(*) 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 2014

(compartiment TreeTop Patrimoine Conservative)

VALUTA	BENAMING	HOEVEELHEID / NOMINALE WAARDE IN DEVIEZEN	AANSCHAFFINGS- WAARDE IN EURO	WAARDERING OP 31.12.14 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% 28/09/16	700.000	652.050,00	740.145,00	2,09
	BNP PARIBAS 2,875% 13/07/15	350.000	348.600,00	354.950,75	1,00
	FORTIS BANQUE FRN 07-PERPETUAL	2.500.000	1.918.125,00	1.903.850,00	5,37
	ING BANK 3,375% 03/03/15	400.000	400.920,00	402.136,00	1,13
	ITALIAN REPUBLIC BTP 4,75% 01/05/17	1.375.000	1.350.300,00	1.507.275,00	4,25
	ITALY BTP 5,50% 01/11/22	570.000	593.826,00	733.376,25	2,07
	Totaal Effecten toegelaten tot de officiële notering van een effectenbeurs of verhandeld op een andere gereglementeerde markt		5.263.821,00	5.641.733,00	15,91
	Andere effecten				
EUR	TREETOP CONVERTIBLE INTERNATIONAL EUR -A- -CAP-	23.877	5.626.265,27	7.082.151,04	19,99
	TREETOP GLOBAL OPPORTUNITIES -A- -CAP-	16.209	1.948.667,03	2.288.488,85	6,46
	TREETOP GLOBAL CONVICTION EUR -A- -CAP-	11.740	1.267.075,69	1.267.432,26	3,58
	Totaal Andere effecten		8.842.007,99	10.638.072,15	30,03
	Totaal van de effectenportefeuille		14.105.828,99	16.279.805,15	45,94

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

Geografische spreiding per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
LUXEMBURG	10.638.072,15	30,03
BELGIË	2.643.995,00	7,46
ITALIË	2.240.651,25	6,32
NEDERLAND	402.136,00	1,13
FRANKRIJK	354.950,75	1,00
Totaal van de effectenportefeuille	16.279.805,15	45,94

Sectorale spreiding per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
BELEGGINGSFONDSEN, ICBE 'S	10.638.072,15	30,03
STATEN	2.980.796,25	8,41
BANKEN	2.660.936,75	7,50
Totaal van de effectenportefeuille	16.279.805,15	45,94

Spreiding per valuta per 31 december 2014

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

Compartiment TreeTop Patrimoine Conservative	Bedragen in EUR	% totale nettoactiva
EURO	16.279.805,15	45,94
Totaal van de effectenportefeuille	16.279.805,15	45,94

(*) 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 2014**

	TreeTop Patrimoine International	TreeTop Patrimoine Conservative
Aantal aandelen in omloop in het begin van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	159.629,544	45.087,254
- Kapitalisatie P	300.360,670	319.650,184
Aantal aandelen uitgegeven tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	13.877,000	24.198,249
- Kapitalisatie P	241.359,849	74.321,286
Aantal aandelen terugbetaald tijdens het boekjaar		
- Kapitalisatie A	4.367,600	6.722,446
- Kapitalisatie P	57.025,771	159.543,510
Aantal aandelen in omloop op het einde van het boekjaar		
- Kapitalisatie A	169.138,944	62.563,057
- Kapitalisatie P	484.694,748	234.427,960

**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 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
	31.12.13	Kap A 159.629,544 Kap P 300.360,670	61.526.113,07	Kap A 135,64 Kap P 132,75
	31.12.14	Kap A 169.138,944 Kap P 484.694,748	89.524.021,79	Kap A 139,12 Kap P 136,15
TreeTop Patrimoine Conservative (in EUR)	31.12.11	Kap A 50.000,000 Kap P 50.000,000	10.132.137,96	Kap A 101,29 Kap P 101,35
	31.12.12	Kap A 52.731,397 Kap P 152.167,253	22.489.069,14	Kap A 109,74 Kap P 109,76
	31.12.13	Kap A 45.087,254 Kap P 319.650,184	42.766.275,65	Kap A 117,23 Kap P 117,26
	31.12.14	Kap A 62.563,057 Kap P 234.427,960	35.436.491,18	Kap A 119,30 Kap P 119,32

**Toelichtingen bij de financiële staten
per 31 december 2014**

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 2014 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.

De netto inventariswaarde berekend op basis van slotkoersen en wisselkoers van 31 december 2014 genomen voor de presentatie van de jaarrekening kan verschillen van de gepubliceerde netto inventariswaarde zijn.

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 aankoop prijs 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 2014 (vervolg)**

TOELICHTING 2 - WISSELKOERSEN OP 31 DECEMBER 2014

1	EUR	=	0,77605	GBP
1	EUR	=	1,21005	USD

TOELICHTING 3 - TE BETALEN BELASTINGEN EN KOSTEN

	EUR
Beheersprovisie (toelichting 4)	172.932,49
Abonnementstaks (toelichting 5)	6.738,62
Distributiekosten (toelichting 8)	105.065,13
Provisie voor de Depotbank (toelichting 7)	4.132,90
Provisie voor de Administratief Agent (toelichting 6)	13.948,89
Overige kosten	6.162,61
Totaal	308.980,64

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 Degroef 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 Degroef 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 2014 (vervolg)**

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.

Overige niet gecontroleerde informatie

INFORMATIE VAN DE GFIA

Beheer van de liquiditeit van de BEVEK

Geen van de twee compartimenten van de BEVEK houdt activa aan die het voorwerp uitmaken van een speciale behandeling gelet op hun niet liquide aard.

De compartimenten TreeTop Patrimoine International en TreeTop Patrimoine Conservative beleggen een deel van hun activa in de volgende compartimenten (hierna de "doelfondsen" genoemd):

- 0 TreeTop Convertible International (klasse A) van de ICBE TreeTop Convertible BEVEK;
- 0 TreeTop Global Opportunities (klasse A) van de ICBE TreeTop Global BEVEK;
- 0 TreeTop Global Conviction (klasse A) van de ICBE TreeTop Global BEVEK.

Wat het gedeelte van de portefeuille betreft dat niet belegd wordt in doelfondsen, verzekert de GFIA zich ervan dat de compartimenten het grootste deel van hun activa beleggen in waarden die een hoge liquiditeitsgraad vertonen: kwaliteitsvolle obligaties op korte en middellange termijn en bankdeposito's met vooropzeg.

De twee voornoemde fondsen (TreeTop Convertible BEVEK en TreeTop Global BEVEK) zijn Luxemburgse instellingen voor collectieve belegging in effecten die erkend zijn overeenkomstig de Richtlijn 2009/65/EC, met het oog op de commercialisering van hun aandelen onder de vorm van een publieke beroep op het spaarwezen in sommige lidstaten van de Europese Unie. De aandeelhouders van deze twee BEVEK's kunnen hun aandelen elke werkdag in Luxemburg doorverkopen. Om de liquiditeit van de compartimenten TreeTop Patrimoine International en TreeTop Patrimoine Conservative in stand te houden, verzekert de GFIA zich ervan dat de portefeuilles van de doelfondsen voldoende liquide zijn om aan de terugkoopaanvragen het hoofd te kunnen bieden in normale marktomstandigheden, zoals beoordeeld op basis van de historiek van de terugkopen in het verleden, en in de meest extreme situaties tot maximaal 10% van de waarde van de nettoactiva. Bij de beoordeling van het liquiditeitsrisico op het niveau van de compartimenten van de Vennootschap, houdt de GFIA eveneens rekening met de respectieve omvang van deze compartimenten in vergelijking met de doelfondsen. De aandacht van de beleggers wordt gevestigd op het feit dat, overeenkomstig de bepalingen van het prospectus van de Vennootschap, haar Raad van Bestuur gemachtigd is de berekening van de waarde van de nettoactiva van een of meerdere compartimenten van de Vennootschap, alsook de emissies, de terugkopen en de conversies van aandelen in een aantal gevallen op te schorten, met name wanneer de netto inventariswaarde van de aandelen van de doelfondsen niet kan worden bepaald.

Het liquiditeitsrisico is een risico dat inherent is aan een belegging in aandelen van de Vennootschap, vooral in periodes van politieke instabiliteit, tijdens monetaire crisissen (in het bijzonder kredietcrisissen) en tijdens economische crisissen. De aandacht van de beleggers wordt gevestigd op het feit dat, overeenkomstig de bepalingen van het prospectus van de Vennootschap, in gevallen van een groot aantal aanvragen tot terugkoop, die meer dan 10% vertegenwoordigen van de nettoactiva van een welbepaald compartiment, de Vennootschap zich het recht voorbehoudt de aandelen slechts terug te kopen tegen de terugkoop prijs zoals die bepaald zal worden nadat ze de noodzakelijke aandelen zo snel mogelijk heeft kunnen verkopen rekening houdend met de belangen van alle aandeelhouders van het compartiment en nadat ze zich heeft kunnen ontdoen van de opbrengst van deze verkopen. In een dergelijk geval zal er slechts één prijs worden berekend voor alle terugkoop-, inschrijvings- en conversieaanvragen die op hetzelfde moment voor dit compartiment worden ingediend.

De beleggers worden uitgenodigd de statuten en het meest recente prospectus van de Vennootschap te raadplegen voor meer uitgebreide informatie over de emissie- en terugkoopprocedures van hun aandelen en over de voorwaarden tot opschorting van de berekening van de netto inventariswaarde en over de emissie, de terugkoop en de conversie van de aandelen van de Vennootschap.

Overige niet gecontroleerde informatie (vervolg)

INFORMATIE VAN DE GFIA (vervolg)

Beheer van het risico

De Vennootschap omvat twee compartimenten waarvan het risicoprofiel hierna wordt samengevat:

TreeTop Patrimoine International

De tegoeden van het compartiment zijn onderhevig aan de schommelingen van de markten en aan de risico's die inherent zijn aan elke belegging in financiële activa. In het bijzonder zal het compartiment via de verschillende aangehouden ICB's, blootgesteld zijn aan aandelen, aan andere waarden die gelijkgesteld zijn aan aandelen, aan in aandelen converteerbare obligaties en aan van aandelen of aandelenindices afgeleide instrumenten. De risico's die verbonden zijn aan dergelijke beleggingen omvatten soms sterke koersschommelingen. Deze volatiliteit zal getemperd worden door het obligatiegedeelte van de portefeuille.

Het is mogelijk dat de beleggers hun oorspronkelijke belegging niet recupereren.

TreeTop Patrimoine Conservative

De tegoeden van het compartiment zijn onderhevig aan de schommelingen van de markten en aan de risico's die inherent zijn aan elke belegging in financiële activa. In het bijzonder zal het compartiment tot een derde van de activa van het compartiment rechtstreeks of via de verschillende aangehouden ICB's blootgesteld zijn aan aandelen, aan andere waarden die gelijkgesteld zijn aan aandelen en aan van aandelen of aandelenindices afgeleide instrumenten. De risico's die verbonden zijn aan dergelijke beleggingen omvatten soms sterke koersschommelingen.

Deze volatiliteit zal evenwel getemperd worden door het belangrijkste bestanddeel van de portefeuille dat zal bestaan uit obligaties en bankdeposito's. Deze instrumenten vertonen een lagere volatiliteit dan die van aandelen maar zijn blootgesteld aan het risico van schommeling van de rentevoeten en het in gebreke blijven van de emittent of van de tegenpartij. Om het risico op wanbetaling in te dijken, zal dit deel van de portefeuille hoofdzakelijk belegd worden in debiteuren van "investment grade"-kwaliteit.

Het is mogelijk dat de beleggers hun oorspronkelijke belegging niet recupereren.

Aan elk compartiment van de Vennootschap kan een risiconiveau worden toegekend dat bepaald wordt op basis van een schaal die uit zeven niveaus bestaat, gaande van 0 tot 6. Het niveau 0 stemt overeen met het laagste risico, ofwel een belegging in bankdeposito's, en het niveau 6 stemt overeen met het hoogste risico, ofwel een portefeuille aandelen van opkomende landen of van sterk cyclische economische sectoren. Het risiconiveau dat opgegeven wordt voor een compartiment is bijgevolg indicatief, maar houdt geen waarborg in met betrekking tot het toekomstige risiconiveau van het compartiment; een grotere volatiliteit van de beurzen kan bijvoorbeeld aanleiding geven tot een effectieve verhoging van het risiconiveau, met name in vergelijking met het risiconiveau dat opgegeven is in het prospectus van de Vennootschap.

Per 31 december 2014 worden de volgende risiconiveaus waargenomen voor de compartimenten:

	TreeTop Patrimoine International	TreeTop Patrimoine Conservative
Waargenomen risiconiveau	4	3
Geschat risiconiveau in het prospectus	4	3

Overige niet gecontroleerde informatie (vervolg)

INFORMATIE VAN DE GFIA (vervolg)

Hoe hoger het risiconiveau, hoe meer de belegger een beleggingshorizon op lange termijn moet hanteren en bereid moet zijn het risico op een aanzienlijk verlies van het belegde kapitaal te aanvaarden. Een compartiment met een hoog risiconiveau mag over het algemeen geen substantieel deel van het vermogen van de belegger vertegenwoordigen, behalve wanneer dit vermogen groot is en de belegger bereid is het risico op een zwaar kapitaalverlies te aanvaarden.

De aandacht van de beleggers wordt gevestigd op het feit dat, aangezien het risiconiveau dat hierna wordt opgegeven bepaald wordt op basis van een gemiddelde van waarnemingen in het verleden, het niet de mogelijke gevolgen weerspiegelt van ongebruikelijke marktomstandigheden of onvoorzienbare ernstige gebeurtenissen, die het risico zouden kunnen versterken.

De compartimenten van de Vennootschap zijn eveneens blootgesteld aan bepaalde risico's die mogelijk niet volledig ingecalculeerd zijn in de indicator van het risiconiveau, met name: het liquiditeitsrisico, het risico op wanbetaling van de emittent van een waarde die wordt aangehouden door de Vennootschap of van een tegenpartij van de Vennootschap en de juridische en fiscale risico's.

Om de verschillende risico's waaraan de compartimenten van de Vennootschap zijn blootgesteld, te kunnen opvolgen en beheren, hanteert de GFIA een risicobeheersysteem. In het licht hiervan beschikt de GFIA over een onafhankelijke risicobeheercel (het "Risk Management") die samengesteld is uit personen die verantwoordelijk zijn voor het doeltreffend beheer van de portefeuilles van de Vennootschap. Deze cel is verantwoordelijk voor het onder controle houden van de risico's waaraan de compartimenten van de Vennootschap zijn blootgesteld, waaronder met name:

- het kredietrisico
- het marktrisico
- het renterisico
- het liquiditeitsrisico

De aandacht van de belegger wordt gevestigd op het feit dat het risicobeheersysteem, dat gehanteerd wordt door de GFIA, in principe niet tot doel heeft de risico's tot een minimum te beperken: het nemen van risico's is namelijk een element dat inherent is aan het beheer van een portefeuille en aan het streven naar een rendement. Het risicobeheersysteem heeft als doel de potentiële risico's te identificeren waaraan de compartimenten van de Vennootschap worden blootgesteld, deze te evalueren, deze te meten en ervoor te zorgen dat deze risico's in de mate van het mogelijke binnen de tolerantielimieten blijven die coherent zijn met de beleggingsdoelstelling en het beleggingsbeleid van de compartimenten van de Vennootschap.

De gedelegeerde Verordening nr. 231/2013 van de Commissie van 19 december 2012 tot aanvulling van de GFIA-richtlijn ten aanzien van vrijstellingen, algemene voorwaarden voor de bedrijfsuitoefening, bewaarders, hefboomfinanciering, transparantie en toezicht (hierna de "GVC" genoemd), definieert twee methoden om de hefboomfinanciering te berekenen: de zogenaamde "brutomethode", zoals aangegeven in artikel 7 van de GVC en de zogenaamde "methode op basis van gedane toezeggingen", zoals aangegeven in artikel 8 van de GVC. Het verschil tussen de twee methodes heeft vooral te maken met het feit dat de brutomethode het mogelijk maakt de globale blootstelling van de Vennootschap te bepalen (som van de absolute waarden van alle posities), terwijl de methode op basis van gedane toezeggingen aanwijzingen geeft over de afdekkings- en compensatietechnieken die door de GFIA gebruikt worden op het niveau van de Vennootschap. De beleggers worden uitgenodigd de GVC te raadplegen voor meer informatie over deze berekeningsmethodes.

Overige niet gecontroleerde informatie (vervolg)

INFORMATIE VAN DE GFIA (vervolg)

De compartimenten van de Vennootschap streven er niet naar hefboomeffecten te genereren: in normale marktomstandigheden zou de blootstelling van de compartimenten, berekend volgens de berekeningsmethode op basis van gedane toezeggingen, over het algemeen niet meer mogen bedragen dan 100%. Er kunnen zich tijdelijke overschrijdingen voordoen naar aanleiding van terugkopen door de aandeelhouders. De GFIA kan evenwel afgeleide financiële instrumenten gebruiken met het oog op een doeltreffend beheer van de portefeuille of omwille van afdekkingsdoeleinden: in normale marktomstandigheden zou de blootstelling van de compartimenten, berekend volgens de brutomethode, kunnen oplopen tot 300%.

Per 31 december 2014 bedroeg het hefboomeffect, berekend volgens de twee methodes:

	TreeTop Patrimoine International	TreeTop Patrimoine Conservative
Zogenaamde "brutomethode"	71,59%	40,67%
Zogenaamde "methode op basis van gedane toezeggingen"	97,80%	96,64%

De volgende indicatoren maken het mogelijk de theoretische gevoeligheid van de compartimenten voor de belangrijkste risico's te evalueren:

- De "delta" meet de gevoeligheid van de NIW per aandeel van een compartiment van de Vennootschap voor een schommeling van de marktprijs van de aangehouden aandelen;
- De Net CS01 (gevoeligheid van de prijs van de NIW voor een schommeling van de kredietkwaliteit van de aangehouden obligaties)
- De "Rho" meet de gevoeligheid van de NIW per aandeel van een compartiment van de Vennootschap voor een schommeling van de rentevoeten zonder risico.

Per 31 december 2014 bedroeg de waarde van deze indicatoren:

	TreeTop Patrimoine International (1)	TreeTop Patrimoine Conservative (1)
Delta (een schommeling van 1 basispunt van de koers van de onderliggende aandelen leidt tot een schommeling van de waarde van de NIW per aandeel van:)	+0,003264%	+0,001009%
Net CS01 (een schommeling van 1% van de kredietspread van de emittenten leidt tot een schommeling van de waarde van de NIW per aandeel van:)	-0,000575%	-0,000835%
Rho (een schommeling van 1 basispunt van de rentevoeten zonder risico leidt tot een schommeling van de waarde van de NIW per aandeel van:)	+0,000049%	-0,000098%

(1)Voor de compartimenten TreeTop Patrimoine International en TreeTop Patrimoine Conservative, zijn de hierboven opgegeven indicatoren verkregen op basis van de berekende risico-indicatoren voor de doelfondsen gewogen door hun gewicht binnen de 2 compartimenten, gecombineerd met de risicokenmerken van het obligatiegedeelte dat eigen is aan elk compartiment.

Overige niet gecontroleerde informatie (vervolg)

INFORMATIE VAN DE GFIA (vervolg)

In de loop van het boekjaar, afgesloten per 31 december 2014, bevestigt de GFIA:

- geen wijzigingen te hebben aangebracht aan haar risicobeheersysteem waardoor dit een impact heeft op de Vennootschap en haar beleggers.*
- geen overschrijdingen te hebben waargenomen van de tolerantiedrempels voor de risico's, zoals die gedefinieerd staan in het prospectus van de Vennootschap.*
- geen betekenisvolle wijziging te hebben aangebracht aan de informatie die opgesomd staat in artikel 21 van de Wet van 2013.*
- de vergoedingen (extralegale pensioenplannen) te hebben uitgekeerd aan haar 10 werknemers.*
- enkel het personeel met directie-, controle- of risicobeheerfuncties te hebben ingezet, aangezien de niet-kritieke functies verzekerd worden door derden.*
- geen bronnen van belangenconflicten ten aanzien van de aandeelhouders te hebben gekend.*

Alle informatie over de bezoldiging van het personeel dat verbonden is aan het alternatief beleggingsfonds of aan de beheerder ervan is verkrijgbaar op de zetel van de beheervenootschap.