

# Inhoudsopgave

<b>ALGEMENE INFORMATIE</b>	<b>2</b>
<b>VERSLAG VAN DE DIRECTIE</b>	<b>3</b>
<b>KERNGEGEVENS</b>	<b>5</b>
<b>HALFJAARREKENING</b>	<b>6</b>
BALANS	7
WINST- EN VERLIESREKENING	8
KASSTROOMOVERZICHT	9
TOELICHTING OP DE BALANS EN WINST- EN VERLIESREKENING	10
<b>OVERIGE GEGEVENS</b>	<b>20</b>
<b>JURIDISCHE STRUCTUUR</b>	<b>23</b>

# Algemene informatie

## Directie

Annexum Beheer B.V.  
Strawinskylaan 485  
1077 NB Amsterdam  
[www.annexum.nl](http://www.annexum.nl)

## Bankier

Rabobank Amsterdam en Omstreken  
Amstelplein 8  
1096 BC Amsterdam

## Notaris

Allen & Overy LLP  
Apollolaan 15  
1077 AB Amsterdam

---

## Administrateur

ANT Custody B.V.  
Claude Debussylaan 24  
1082 MD Amsterdam

## Fiscaal adviseur

PricewaterhouseCoopers  
Belastingadviseurs N.V.  
Thomas R. Malthusstraat 5  
1066 JR Amsterdam

## Fonds

Dutch Microfund N.V.  
Strawinskylaan 485  
1077 NB Amsterdam  
Telefoon: 020 - 572 01 07  
Fax: 020 - 572 01 02  
[www.dutchmicrofund.nl](http://www.dutchmicrofund.nl)

---

## Accountant

PricewaterhouseCoopers  
Accountants N.V.  
Thomas R. Malthusstraat 5  
1066 JR Amsterdam

## Juridisch adviseur

Allen & Overy LLP  
Apollolaan 15  
1077 AB Amsterdam

Het prospectus van Dutch Microfund N.V. is kosteloos verkrijgbaar ten kantore van het Dutch Microfund N.V. De Directie van het Dutch Microfund N.V., Annexum Beheer B.V., heeft een vergunning van de AFM op grond van de Wft. Loop geen onnodig risico. Lees de financiële bijsluiter.

De Directie werkt bij het realiseren en beheren van de beleggingen samen met een aantal adviseurs. Deze adviseurs worden geselecteerd op dezelfde hoge kwaliteitseisen die de Directie van het Dutch Microfund N.V. aan zichzelf stelt. Alleen op basis van kwaliteit en professionaliteit kan het vertrouwen van de belegger worden gerechtvaardigd en continuïteit worden gewaarborgd. De financiële en beleggingsadministratie van Stichting Dutch Beleggersgiro Dutch Microfund is uitbesteed aan ANT Custody B.V.

# Verslag van de directie

Dutch Microfund is opgericht op 27 mei 2008 en belegt in diverse microfinancieringsinstellingen. In het eerste halfjaar van 2011 groeide de fondsomvang van Dutch Microfund van EUR 1.651.487 naar EUR 1.736.693, een toename van 5% ten opzichte van ultimo 2010.

In het eerste halfjaar van 2011 daalde de koers naar EUR 51,95 per 30 juni 2011 (ultimo 2010: EUR 55,55). Het fonds heeft een totaalrendement behaald van 4,5% negatief. Het koersrendement bedraagt 6,5% negatief, daarnaast heeft begin 2011 een dividenduitkering plaatsgevonden van 2% ofwel een stockdividend van EUR 1,11 per aandeel.

De eerste maanden van 2011 heeft de koers van Dutch Microfund onder druk gestaan, met name als gevolg van herwaardering van de equity beleggingen Goodwell I en Goodwell II. De onder performance is gerelateerd aan de crisis in India waar Goodwell belangen heeft. Uiteraard heeft ook de ex-dividend notering een drukkend effect gehad op de koersontwikkeling.

De zichtbare intrinsieke waarde per aandeel per ultimo 2010 in dit halfjaarbericht is afwijkend ten opzichte van de oorspronkelijke koers per ultimo 2010. Zoals ook vermeld in het jaarbericht 2010 was de intrinsieke waarde op basis van 'na balansdatum beschikbaar gekomen informatie' neerwaarts aangepast.

Het fonds is internationaal georiënteerd. Op dit moment bestaat de portefeuille uit zeven investeringen. De beleggingen worden verdeeld over diverse microfinancieringsportefeuilles in verschillende regio's, waaronder Latijns-Amerika, Zuidoost-Europa, Azië en Afrika. Naast de geografische spreiding is ook de portefeuillesamenstelling in lijn met ons beleggingsbeleid. Ongeveer de helft is geïnvesteerd in vastrentende beleggingen in microfinancieringsinstellingen (MFI's) en de andere helft in aandelenbeleggingen. Wat betreft het valutarisico zijn alle beleggingen die niet plaatsvinden in Euro's afgedekt via een termijntransactie in vreemde valuta.

## Markontwikkelingen

Dutch Microfund heeft in het eerste halfjaar van 2011 een aantal uitdagingen moeten overwinnen. In de microfinancieringssector is op dit moment veel onzekerheid. Niet alleen heeft de wereldeconomie moeite om op gang te komen, maar ook heeft de sector

flinke klappen opgevangen die voortvloeien uit ethische en commerciële belangen. Dutch Microfund heeft te maken met deze ontwikkelingen die de koers negatief beïnvloeden. Nochtans streeft zij ernaar uitsluitend in fondsen te beleggen die ethiek voorop stellen en streven naar een sociaal rendement.

## Voortgang investeringen

Goodwell heeft een nieuw fonds gestart dat strategisch belegt in Afrikaanse landen zoals Ghana en Nigeria. De bestaande beleggingen in India hebben te maken met een crisis vanwege de misstanden die plaats hebben gevonden in de Indiase staat Andhra Pradesh. De regionale overheid heeft daar medio oktober 2010 serieuze restricties geplaatst op de bedrijfsvoering van microfinancieringsinstellingen.

FINCA heeft een sterk herstel meegemaakt in het eerste halfjaar van 2011. FINCA, een van 's werelds oudste en grootste microfinancieringsinstellingen, is aanwezig in 21 landen en bedient meer dan 815.000 klanten. Het herstel uit de regio's waarin is belegd, is zichtbaar door de 16% groei van de activa van FINCA en een stijging van de nettowinst in vergelijking met vorig jaar.

In veel ontwikkelingslanden werkt ongeveer de helft van de beroepsbevolking in de landbouw. Armoede is wijdverspreid, zeker in de plattelandsgebieden en binnen boerenfamilies. Dit betekent dat het ontwikkelen van deze plattelandsgebieden en agrarische waardeketens de sleutel is tot het duurzaam verminderen van armoede. ResponsAbility, een van de portefeuilleholdings, zet zich in hun focus te versterken binnen dit sleutelpunt van aandacht.

## Microfinanciering

Sociale, ethische en omgevingsgerichte certificering speelt een steeds belangrijker rol. Dutch Microfund en 39 andere internationale investeerders in microfinancieringen hebben op 27 januari 2011 de zogenaamde Principles for Investors in Inclusive Finance getekend in Den Haag. Deze investeringsprincipes dragen bij aan sectorbrede basis van een financieel verantwoordelijke dienstverlening. Prinses Máxima, in haar rol als VN-adviseur Inclusive Finance, is een van de initiatiefnemers van de investeringsprincipes.

De impact van armoedebestrijding door microfinanciering heeft grote aandacht getrokken. Zoals becommentarieerd door Prinses Maxima: "Het concept microfinanciering omvat meer dan het verstrekken van krediet. Het is universeel toegang, tegen betaalbare kosten, tot een groot bereik van financiële dienstverlening waaronder sparen, krediet, verzekeringen en financiële transacties voor eenieder die dat nodig heeft, geleverd door een diversiteit van solide en duurzame instellingen."

### Administratieve organisatie en interne controle

De directie beschikt voor het Dutch Microfund over een beschrijving van de bedrijfsvoering, die voldoet aan de eisen van de Wet op het financieel toezicht en het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen (Bgf). De directie heeft gedurende het afgelopen boekjaar verschillende aspecten van de bedrijfsvoering beoordeeld. Bij deze werkzaamheden heeft de directie geen constatering gedaan op grond waarvan zou moeten worden geconcludeerd dat de beschrijving van de opzet van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 van het Besluit gedragstoezicht financiële ondernemingen niet voldoet aan de vereisten zoals opgenomen in de Wet op het financieel toezicht en daaraan gerelateerde regelgeving.

Op grond hiervan verklaart de directie als beheerder voor Dutch Microfund N.V. te beschikken over een beschrijving van de bedrijfsvoering als bedoeld in artikel 121 Bgf, die voldoet aan de eisen van de Bgf. Evenmin is geconstateerd dat de bedrijfsvoering niet effectief en niet overeenkomstig de beschrijving functioneren. Derhalve verklaart de directie met een redelijke mate van zekerheid dat de bedrijfsvoering gedurende de verslagperiode effectief en overeenkomstig de beschrijving heeft gefunctioneerd. Voor een uiteenzetting van de risico's wordt verwezen naar de toelichting van de halfjaarrekening.

De directie van het Dutch Microfund N.V.  
Annexum Beheer B.V.

Amsterdam, 30 augustus 2011

drs. H.W. Boissevain MRICS  
drs. R.G. de Weerd RA

# Kerngegevens

Per 30 juni 2011

	30 jun 2011	30 dec 2010	30 dec 2009	30 dec 2008
	EUR	EUR	EUR	EUR
Aantal uitstaande aandelen	33.430	31.192	27.839	18.754
Intrinsieke waarde per aandeel (EUR)	51,95	52,95	53,17	53,88
Fondsvermogen (EUR)	1.736.693	1.651.487	1.480.197	1.010.435
Inkomsten per aandeel (EUR)*	0,52	2,35	0,36	0,48
Waardeveranderingen per aandeel (EUR)*	0,89	1,14	2,00	4,46
Kosten per aandeel (EUR)*	1,44	(2,24)	(3,07)	(1,06)
Resultaat per aandeel (EUR)*	(0,04)	1,25	(0,71)	3,88
Effect door uitgifte aandelen (EUR)*	(0,96)	(1,47)	-	-
Mutatie intrinsieke waarde per aandeel (EUR)*	(1,00)	(0,22)	(0,71)	3,88
Uitgekeerd dividend per aandeel (EUR)*	(1,11)	(1,61)	(0,00)	(0,00)
Hoogste koers (EUR)	54,37	55,55	54,60	53,88
Laagste koers (EUR)	51,81	51,93	52,76	50,00
Beleggingsresultaat op basis van intrinsieke waarde (%)	(1,88)	(0,41)	(1,32)	7,75
Expense ratio (%) **	2,82%	4,36%	6,41%	2,09%

\* Voor de berekening is uitgegaan van het aantal uitstaande aandelen ultimo boekjaar

\*\* In 2008 is de total expense ratio berekend over een periode van 7 maanden en daardoor niet goed te vergelijken met de total expense ratio over 2009 en 2010.

# Halfjaarverslag 2011

**Dutch Microfund N.V.**

**Amsterdam**

# Balans

(voor winstbestemming)

		30 jun 2011	30 dec 2010
		EUR	EUR
<b>Activa</b>			
<b>Vaste activa</b>			
Immateriële vaste activa	1	133.333	166.667
		<u>133.333</u>	<u>166.667</u>
<b>Beleggingen</b>			
Beleggingen	2	1.235.165	1.240.217
		<u>1.235.165</u>	<u>1.240.217</u>
<b>Vlottende activa</b>			
Vorderingen		4.597	4.653
Derivaten	3	37.383	-
Liquide middelen	4	338.695	285.606
		<u>380.675</u>	<u>290.259</u>
<b>Totaal activa</b>		<b>1.749.173</b>	<b>1.697.143</b>
<b>Passiva</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Gestort en opgevraagd kapitaal	5	334.299	311.915
Agioreserve	6	1.048.407	933.642
Wettelijke reserve	7	133.333	166.667
Herwaarderingsreserve	8	165.624	183.176
Overige reserve	9	56.087	17.095
Resultaat boekjaar	10	(1.057)	38.992
		<u>1.736.693</u>	<u>1.651.487</u>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Derivaten	3	-	29.140
Nog te betalen bedragen	11	12.480	16.516
		<u>12.480</u>	<u>45.656</u>
<b>Totaal passiva</b>		<b>1.749.173</b>	<b>1.697.143</b>

# Winst- en verliesrekening

Over de periode 1 januari 2011 tot en met 30 juni 2011

	2011	2010
	EUR	EUR
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>		
Dividend	-	-
Overige opbrengsten 13	<u>17.325</u>	<u>16.374</u>
	<b>17.325</b>	<b>16.374</b>
<b>Gerealiseerde waardeveranderingen</b>		
Beleggingen en derivaten 14	42.889	-
<b>Ongerealiseerde waardeveranderingen</b>		
Beleggingen en derivaten 15	(13.063)	54.954
<b>Som der bedrijfsopbrengsten</b>	<u>47.151</u>	<u>71.328</u>
Lasten in verband met het beheer van beleggingen	14.875	14.875
Overige bedrijfskosten	<u>33.333</u>	<u>6.667</u>
<b>Som der bedrijfslasten 17</b>	<b>48.208</b>	<b>21.542</b>
<b>Resultaat voor belastingen</b>	<b>(1.057)</b>	<b>49.786</b>
<b>Belastingen</b>	-	-
<b>Resultaat per 30 juni</b>	<b>(1.057)</b>	<b>49.786</b>

# Kasstroomoverzicht

	2011	2010
	EUR	EUR
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		
Resultaat na belastingen	(1.057)	49.786
Mutatie immateriële vaste activa	33.334	-
Mutatie beleggingen	(12.500)	-
Waardeveranderingen beleggingen	17.552	(169.640)
Mutatie kortlopende vorderingen	(37.327)	96.501
Mutatie kortlopende schulden	(33.176)	(3.273)
<b>Totaal kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>	<b>(33.174)</b>	<b>(26.626)</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		
Ontvangst bij uitgifte van eigen aandelen	140.330	152.430
Betaald bij inkoop van eigen aandelen	(19.600)	(87.476)
Betaald stockdividend	(34.467)	-
<b>Totaal kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>	<b>86.263</b>	<b>64.954</b>
<b>Netto kasstroom per 30 juni</b>	<b>53.089</b>	<b>38.328</b>
<b>Mutatie geldmiddelen</b>		
Geldmiddelen begin verslagperiode	285.606	270.529
Geldmiddelen einde verslagperiode	338.695	308.857
<b>Toename / (afname) geldmiddelen per 30 juni</b>	<b>53.089</b>	<b>38.828</b>

Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode. De geldmiddelen in het kasstroomoverzicht bestaan uit de liquide middelen. Kasstromen uit hoofde van mutaties in directe en indirecte investeringen in Micro Finance Institutions (MFI's) en beleggingen in opkomende markten zijn verantwoord onder de kasstroom in beleggingsactiviteiten. Mutaties in het fondsvermogen en uit hoofde van financiering zijn verantwoord onder de kasstroom uit financieringsactiviteiten.

# Toelichting op de balans en winst- en verliesrekening

## Algemene toelichting

### Activiteiten

De doelstelling van het fonds is om particuliere en institutionele beleggers de mogelijkheid te bieden om deel te nemen in een beleggingsportefeuille, waarmee wordt gestreefd naar een zo hoog mogelijk financieel en sociaal rendement.

Er wordt gestreefd naar bestrijding van armoede, door een bijdrage te leveren aan de beschikbaarheid van financiële diensten in landen en gebieden of aan personen waarvoor deze beschikbaarheid niet vanzelfsprekend is ('Opkomende markten'), en met deze bijdrage de economische ontwikkeling te stimuleren. Met sociaal rendement wordt bedoeld de bestrijding van armoede, zoals hiervoor omschreven.

### Juridische structuur

Het fonds is een naamloze vennootschap met een semi open-end structuur opgericht per 27 mei 2008.

### Vergunning op grond van de Wet op het financieel toezicht

Aan Annexum Beheer B.V. is door de Autoriteit Financiële Markten (AFM) een vergunning verleend op grond van de Wft. In het kader van de vergunning zijn de bestuursleden van Annexum Beheer B.V. op betrouwbaarheid en deskundigheid getoetst.

### Fiscale status

Dutch Microfund N.V. heeft de status van fiscale beleggingsinstelling. Dit houdt in dat, indien aan een aantal voorwaarden wordt voldaan, 0% vennootschapsbelasting van toepassing is.

### Beleggingsbeleid

Om de doelstelling van het fonds te verwezenlijken wordt gebruik gemaakt van een actief beleggingsbeleid bij het opbouwen en beheren van de beleggingsportefeuille. De beleggingen van het fonds zijn enerzijds erop gericht om in opkomende markten armoede te bestrijden en

het ondernemersklimaat te bevorderen door de toegang van haar bewoners tot microfinancieringsdiensten te bevorderen. Anderzijds zijn de beleggingen van het fonds erop gericht om, met inachtneming van het voorgaande, een zo hoog mogelijk totaal rendement te behalen.

Onder microfinancieringsdiensten wordt onder meer verstaan: kredieten, spaarproducten, pensioenen, betalingsdiensten, hypotheekleningen, verzekeringen, noodfondsen en andere privé-leningen voor mensen met een laag inkomen en/of hun kleinschalige ondernemingen.

Micro Finance Institutions (MFI's) zijn instellingen die microfinancieringsdiensten aanbieden. Hierbij kan het gaan om: banken, financiële bemiddelaars, (micro) kredietinstellingen, krediet- en spaarcoöperaties, kredietverenigingen en non-profitorganisaties.

Om de doelstelling van het fonds te verwezenlijken kan worden belegd in de volgende categorieën beleggingen:

- Indirecte Investeringsinstellingen in Micro Finance Institutions (MFI's);
- Directe Investeringsinstellingen in Micro Finance Institutions (MFI's);
- Overige Beleggingen Opkomende Markten.

Voor een uitgebreide uitleg over deze drie categorieën beleggingen verwijzen wij u naar het uitgebreid beschreven meest recente beleggingsbeleid in het prospectus.

Omdat ook in opkomende markten niet iedereen ondernemer kan of wil zijn, kan ook het lokale midden- en kleinbedrijf worden ondersteund. Net als in het westen komt hier veel werkgelegenheid vandaan. Het fonds kan kleinschalige leningen verstrekken aan het midden- en kleinbedrijf en incidenteel een aandelenbelang nemen.

Over het algemeen zullen directe investeringen in MFI's een hoger financieel rendement kennen dan de indirecte investeringen in MFI's. Hier staat tegenover dat de directe investeringen in MFI's een hoger risico kennen dan de indirecte investeringen in MFI's.

De directie zal er bij het alloceren van het vermogen van het fonds over de verschillende beleggingen naar streven om de risico's te spreiden en de verhouding tussen risico en financieel rendement op niveau van het fonds te optimaliseren.

De ontwikkelingen in de ondernemingen waarin het fonds belegt worden nauwgezet gevolgd. Het fonds maakt geen gebruik van de eventuele stemrechten verbonden aan de beleggingen, tenzij het beleid of de voorwaarden van de betreffende beleggingen daartoe aanleiding geeft.

### Valutabeleid

De beleggingen van het fonds kunnen plaatsvinden in diverse valuta. De directie is gerechtigd het valutarisico te beperken, bijvoorbeeld door gebruik te maken van valutatermijncontracten en door de beleggingen te spreiden over verschillende landen.

### Rentebeleid

De directie kan, door middel van het afsluiten van financieringen met verschillende looptijden, de rentekosten en het risicoprofiel van de financieringen beïnvloeden. De directie is gerechtigd om met behulp van financiële instrumenten (derivaten) de renterisico's te beperken.

### Uitkeringsbeleid

De voor uitkering beschikbare winst zal tweemaal per jaar in de vorm van dividend worden uitgekeerd in naar verwachting januari en juli. Hierbij wordt eveneens rekening gehouden met de fiscale vereisten (de zogenaamde doorstootverplichting) uit hoofde van de status van fiscale beleggingsinstelling.

### Deelname

Deelname in het fonds is mogelijk door het openen van een beleggingsrekening bij de Stichting Beleggersgiro Dutch Microfund. Door het openen van een beleggingsrekening kunnen door de belegger vorderingen luidende in aandelen op de stichting worden verkregen.

Als gevolg van het semi open-end karakter van het fonds kunnen beleggers aandelen door de stichting van het fonds doen inkopen of, met inachtneming van het onderstaande, aan het fonds doen verkopen. De directie is, met inachtneming van het beleggingsbeleid, vrij in het al dan niet honoreren van verzoeken om aandelen in het fonds aan het fonds te verkopen. De marktomstandigheden in acht nemend zal de directie het verzoek zo mogelijk honoreren.

Indien op grond van de marktomstandigheden en/of het beleggingsbeleid een verzoek tot verkoop van aandelen aan het fonds niet wordt ingewilligd, zal het verzoek alsnog worden gehonoreerd zodra dit op grond van de marktomstandigheden en/of het beleggingsbeleid wel mogelijk is.

### Berekening Intrinsieke Waarde

De intrinsieke waarde van het fonds wordt eenmaal per maand op de publicatiedatum vastgesteld als het verschil tussen de activa en schulden van het fonds op de laatste dag van de vorige maand, berekend volgens de hierna vermelde waarderinggrondslagen. De aldus bepaalde intrinsieke waarde gedeeld door het aantal uitstaande aandelen levert de intrinsieke waarde per aandeel op. De intrinsieke waarde, luidende in euro, wordt bekend gemaakt in het (half)jaarverslag. Het (half)jaarverslag wordt gepubliceerd op de website.

### Schattingen

Om de grondslagen en regels voor het opstellen van de halfjaarrekening te kunnen toepassen, is het nodig dat de directie van het fonds zich over verschillende zaken een oordeel vormt, en dat de directie schattingen maakt die essentieel kunnen zijn voor de in de halfjaarrekening opgenomen bedragen. Indien en voor zover het in art. 2:362 lid 1 BW vereiste inzicht noodzakelijk is, is de aard van deze oordelen en schattingen inclusief de bijbehorende veronderstellingen opgenomen bij de toelichting op de betreffende halfjaarrekeningposten. In dit kader wordt in het bijzonder verwezen naar de grondslagen van de beleggingen.

# Grondslagen voor waardering van activa en passiva

## Algemeen

De halfjaarrekening is opgesteld in overeenstemming met de wettelijke bepalingen van Titel 9 Boek 2 BW en de stellige uitspraken van de Richtlijnen voor de Jaarverslaggeving uitgegeven door de Raad voor de Jaarverslaggeving. De halfjaarrekening is opgesteld in euro's.

Activa en passiva (met uitzondering van het eigen vermogen) worden gewaardeerd tegen de verkrijgings- of vervaardigingsprijs of de actuele waarde. Indien geen specifieke waarderingsgrondslag is vermeld vindt waardering plaats tegen de verkrijgingsprijs. In de balans en de winst- en verliesrekening zijn referenties opgenomen waarmee verwezen wordt naar de toelichting.

## Vreemde valuta

Activa en passiva in vreemde valuta worden opgenomen in euro's met inachtneming van de laatst bekende valutakoersen.

## Immateriële vaste activa

De initiële kosten in verband met het aangaan en de introductie van het fonds komen tot een bedrag van maximaal Euro 200.000 voor rekening van het fonds. Daarboven komen deze kosten voor rekening van Annexum Invest B.V.

De introductiekosten worden geactiveerd en vanaf 30 juni 2010 lineair afgeschreven tot het moment van vijf jaar na oprichting van het Fonds. Tegenover de geactiveerde introductiekosten wordt een wettelijke reserve aangehouden.

## Beleggingen

De beleggingen worden gewaardeerd tegen de actuele waarde. De beleggingen in beleggingsfondsen worden in beginsel gewaardeerd op basis van de intrinsieke waarde zoals opgegeven door het beleggingsfonds, met

inachtneming van de voor de betreffende belegging gangbare maatstaven. Beleggingsfondsen waarin wordt belegd, geven periodiek hun intrinsieke waarde per participatie op. Voor beleggingen in beleggingsfondsen waarvan geen opgave van de intrinsieke waarde wordt ontvangen, wordt de intrinsieke waarde bepaald volgens de 'internal rate of return' (IRR) zoals opgegeven door het beleggingsfonds of directie. Waardering van de beleggingen vindt plaats tegen de meest recente informatie inzake de intrinsieke waarde respectievelijk de internal rate of return zoals deze verstrekt wordt door het beleggingsfonds dan wel de directie. Gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen worden verwerkt in de winst- en verliesrekening.

Beleggingen in vreemde valuta worden omgerekend tegen de valutakoers op balansdatum. Hieruit voortvloeiende koersverschillen maken onderdeel uit van de ongerealiseerde waardeveranderingen van beleggingen.

Voor de ongerealiseerde waardeveranderingen van niet-beursgenoteerde beleggingen, wordt een herwaarderingsreserve aangehouden mits per saldo sprake is van een positieve herwaardering. De dotatie aan deze reserve vindt plaats vanuit de overige reserves of agioreserve.

De eventueel onder de beleggingen opgenomen door het fonds verstrekte leningen worden gewaardeerd tegen de geamortiseerde kostprijs. Indien er bij de verstrekking van leningen sprake is van disagio of agio, wordt dit gedurende de looptijd ten gunste respectievelijk ten laste van het resultaat gebracht.

## Vorderingen

Vorderingen worden bij eerste verwerking gewaardeerd tegen de reële waarde van de tegenprestatie. Voorzieningen wegens oninbaarheid worden in mindering gebracht op de boekwaarde van de vordering.

## Eigen vermogen

De mutaties in de herwaarderingsreserve wordt gevormd ten laste of ten gunste van respectievelijk de agio- of de overige reserve. Voor de geactiveerde oprichtingskosten wordt een wettelijke reserve aangehouden.

# Grondslagen voor de bepaling van het resultaat

## Algemeen

Het resultaat wordt bepaald als het verschil tussen de opbrengstwaarde van de geleverde prestaties en de kosten en andere lasten over het jaar. De resultaten op transacties worden verantwoord in het jaar waarin zij zijn gerealiseerd; verliezen kunnen al gerealiseerd worden zodra zij voorzienbaar zijn.

## Overige opbrengsten

Onder de overige opbrengsten worden zowel de rentebaten verantwoord alsmede de in rekening gebracht opslag van 1% bij toe – en uittreding van beleggers. Deze opslag is verantwoord onder de overige opbrengsten als provisiebaten.

## Belastingen

Het fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 28 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt in dat 0% vennootschapsbelasting is verschuldigd, mits aan de wettelijke voorwaarden tot behoud van de status van fiscale beleggingsinstelling is voldaan. De mate waarin het fonds haar beleggingen mag financieren middels leningen, is één van de belangrijkste voorwaarden. Een belangrijke voorwaarde is dat het fonds de fiscale winst binnen acht maanden na afloop van het boekjaar uitkeert aan de aandeelhouders, de zogenaamde doorstootverplichting.

## Risico's

Het fonds zal beleggen in diverse beleggingen. Aan het beleggen in het fonds zijn bepaalde risico's verbonden welke van invloed kunnen zijn op het dividendrendement en de waarde van de aandelen. Deze risico's kunnen tot gevolg hebben dat de waarde van een belegging in het fonds daalt en dat beleggers minder terugkrijgen dan hun inleg.

Voor elke categorie beleggingen waarin het fonds belegt, dient rekening te worden gehouden met de daarmee gepaard gaande risico's. Het is van belang dat de belegger zich bewust is van deze risico's teneinde de belegging in het fonds goed te kunnen beoordelen. De potentiële beleggers worden daarom verzocht het prospectus aandachtig te bestuderen en zij dienen, onder andere, de risicofactoren verbonden aan het beleggen in de diverse categorieën beleggingen in overweging te nemen, alvorens zij besluiten in het fonds te beleggen. Hieronder zal worden ingegaan op de voornaamste risicofactoren verbonden aan het beleggen in het fonds.

## Marktrisico

Het marktrisico is het risico dat de beleggingen van het fonds dalen in waarde of minder opbrengen dan verwacht als gevolg van bepaalde marktomstandigheden. Het marktrisico wordt beïnvloedt door een veelheid van factoren, zoals: economische groei, inflatie, prijsontwikkeling, vraag en aanbod. De waarde van de beleggingen van het fonds kunnen zowel onderhevig zijn aan het marktrisico in Nederland als in de landen waarin (indirect) wordt belegd.

## Rendementsrisico

De waarde van de beleggingen kan zowel stijgen als dalen. Beleggers krijgen mogelijk minder terug dan zij hebben ingelegd. Dit risico kan variëren op grond van de keuzes die mogelijk zijn op grond van het beleggingsbeleid, alsmede het bestaan of ontbreken van, dan wel de beperkingen op eventuele waarborgen van derden.

## Valutarisico

De beleggingen van het fonds kunnen plaatsvinden in diverse valuta's en lopen daarom het risico dat de waarde van de beleggingen wordt beïnvloed door schommelingen in de wisselkoersen van de betreffende valuta ten opzichte van de euro. De directie is gerechtigd het valutarisico te beperken, bijvoorbeeld door gebruik te maken van valutatermijncontracten en door de beleggingen te spreiden over verschillende landen.

### Risico verhandelbaarheid

De beleggingen waarin door het fonds kan worden belegd zijn over het algemeen lange termijn beleggingen met een beperkte verhandelbaarheid. Hierdoor bestaat het risico dat de directie minder adequaat kan inspelen op marktontwikkelingen bij het beheer van de beleggingsportefeuille en dat een bepaalde positie niet tijdig of niet tegen een redelijke prijs kan worden geliquideerd.

Verder kan de directie op grond van marktomstandigheden en het beleggingsbeleid een verzoek tot inkoop van aandelen mogelijkwerwijs niet of slechts gedeeltelijk direct honoreren. Dit risico wordt mede bepaald door de (beperkte) verhandelbaarheid van de beleggingen waarin door het Fonds wordt belegd. Het verzoek zal echter (voor het resterende deel) worden ingewilligd zodra dit op grond van de marktomstandigheden en/of het beleggingsbeleid mogelijk is. Hierdoor bestaat het risico dat een belegger niet op het gewenste moment zijn vordering luidende in aandelen ten gelden kan maken.

### Politiek risico

De beleggingen van het fonds kunnen gelegen zijn in meerdere landen. Een onzekere factor is de invloed van de politiek en regelgeving. Het risico bestaat dat de lokale wetgeving veranderd als gevolg waarvan de rentabiliteit van de betreffende belegging wordt aangetast.

Ook de regelgeving in eigen land, bijvoorbeeld met betrekking tot het regime van de fiscale beleggingsinstelling kan aan wijzigingen onderhevig zijn. De directie is gerechtigd het beleid bij te stellen indien en wijziging in wet- en regelgeving hiertoe aanleiding mocht geven.

### Landenrisico

De beleggingen van het fonds kunnen gelegen zijn in landen met een minder stabiel politiek klimaat. Als gevolg hiervan bestaat het risico dat een deel van de beleggingen wordt aangetast door bijvoorbeeld corruptie, (burger) oorlog of onrusten of overige lokale omstandigheden.

Tevens bestaat het risico dat de beleggingen van het fonds worden aangetast door een natuurramp of klimatologische omstandigheden.

### Concentratie risico

Het concentratie risico is het risico dat verbonden is aan een concentratie van de beleggingen van het fonds, bijvoorbeeld in bepaalde landen of beleggingscategorieën. Het fonds zal hoofdzakelijk, zowel direct als indirect, beleggen in MFI's. Indien de beleggingen zich concentreren in bepaalde landen wordt het concentratierisico verhoogd.

### Inflatierisico

De beleggingen van het fonds bieden geen bescherming tegen inflatie. Door de beleggingen van het fonds zoveel mogelijk te spreiden, wordt het inflatierisico zoveel mogelijk beperkt.

### Renterisico

De beleggingen van het fonds kunnen (deels) met vreemd vermogen worden gefinancierd. Zolang de rentelasten lager zijn dan de baten van de gefinancierde beleggingen is er sprake van een zogenaamde positieve hefboom die tot een hoger totaal rendement voor de belegger kan leiden. Hiertegenover staat dat indien de financieringsrente door marktontwikkelingen stijgt deze hefboomwerking kan verminderen en zelfs kan omslaan. Gelet op fiscale beperkingen voortvloeiend uit het regime voor fiscale beleggingsinstellingen kunnen financieringen worden aangetrokken tot een maximum van twintig procent (20%) van de fiscale boekwaarde van de beleggingen.

# Toelichting op de balans

1. Immateriële vaste activa	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	166.667	200.000
Afschrijving initiële kosten	(33.334)	(33.333)
Stand einde verslagperiode	133.333	166.667

2. Beleggingen	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	1.240.217	986.413
Aankopen	20.558	118.161
Verkopen	(8.058)	-
Herwaardering	39.948	61.415
Koersverschillen	(57.500)	74.228
Stand einde verslagperiode	1.235.165	1.240.217

Overzicht beleggingen	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
ResponsAbility Global Microfinance Fund -B- *	229.218	241.718
Dexia Micro-Credit Blue Orchard Debt Sub-Fund Class USD*	97.631	104.212
Goodwell Microfinance Development Company B.V. **	409.532	380.117
Goodwell Microfinance Development Company II B.V. **	72.000	58.633
ResponsAbility BOP Investments S.C.A. SICAR **	142.390	151.309
Finca Microfinance Fund Class I **	142.197	152.114
Finca Microfinance Fund Class II-A **	142.197	152.114
Stand einde verslagperiode	1.235.165	1.240.217

\* deze beleggingen zijn gewaardeerd tegen de intrinsieke waarde per einde boekjaar zoals opgegeven door de directie of het beleggingsfonds.

\*\* deze beleggingen zijn gewaardeerd tegen de meest recente internal rate of return ('IRR') zoals opgegeven door de directie of het beleggingsfonds.

3. Derivaten				30 jun 2011	30 dec 2010
Hieronder zijn de volgende valutatermijncontracten opgenomen:					
contract	vervaldatum	USD	EUR	EUR	EUR
2009-0013747	26-04-2011	100.000	76.505,42	-	448
2010-0000779	13-01-2011	300.000	206.342,75	-	(21.829)
2010-0013197	26-04-2011	100.000	74.702,91	-	(1.354)
2010-001293394	15-09-2011	200.000	152.956,65	10.760	842
2010-001878989	21-10-2011	100.000	72.498,02	1.399	(3.559)
2010-002387115	15-11-2011	200.000	148.426,86	6.230	(3.688)
2011-003435597	13-01-2012	300.000	232.288,94	18.994	18.994
Stand einde verslagperiode				37.383	(29.140)

4. Liquide middelen	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Rabobank	338.695	285.606
<b>Totaal</b>	<b>338.695</b>	<b>285.606</b>

De liquide middelen staan ter vrije beschikking van het fonds.

#### 5. Gestort en opgevraagd kapitaal

Het maatschappelijk kapitaal bedraagt Euro 200.000.000, dat is verdeeld in 20.000.000 aandelen met een nominale waarde van Euro 10. Het aandelenkapitaal is verdeeld in 19.999.990 gewone aandelen en 10 prioriteitsaandelen van Euro 10,- nominaal. Ultimo 2010 zijn 33.420 gewone aandelen geplaatst à Euro 10,- en 10 prioriteitsaandelen à Euro 10,-. De samenstelling en grootte van het kapitaal zijn als volgt:

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Prioriteitsaandelen (Euro 10 nominaal)	100	100
Gewone aandelen (Euro 10 nominaal)	311.815	311.815
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>311.915</b>	<b>311.915</b>
<b>Het verloop van het prioriteitsaandelenkapitaal is als volgt:</b>		
Stand begin verslagperiode	100	100
Uitgegeven	-	-
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Het verloop van de gewone aandelenkapitaal is als volgt:</b>		
Stand begin verslagperiode	311.815	278.291
Uitgegeven	26.137	50.326
Ingekocht	(3.752)	(16.802)
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>334.199</b>	<b>311.815</b>

#### 6. Agio

Het agio omvat de opbrengsten uit de afgifte van aandelen voor zover deze hoger zijn dan het nominale bedrag van de aandelen.

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	933.642	886.007
Agio op uitgegeven aandelen	114.193	217.995
Agio op ingekochte aandelen	(15.846)	(72.286)
Stockdividend	(34.467)	(46.935)
Mutatie uit hoofde van wettelijke reserve	33.334	33.333
Mutatie uit hoofde van herwaarderingsreserve	17.552	(84.472)
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>1.048.407</b>	<b>933.642</b>

#### 7. Wettelijke reserve

Ten behoeve van de geactiveerde introductiekosten wordt conform artikel 2:390 lid 1 Titel 9 BW2 een wettelijke reserve aangehouden.

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	166.667	200.000
Afschrijving introductiekosten	<u>(33.334)</u>	<u>(33.333)</u>
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>133.333</b>	<b>166.667</b>

#### 8. Herwaarderingsreserve

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	183.176	98.704
Mutatie uit overige reserve	-	-
Mutatie uit agio reserve	<u>(17.552)</u>	<u>84.472</u>
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>165.624</b>	<b>183.176</b>

#### 9. Overige reserve

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	17.095	35.826
Bestemming resultaat voorgaand boekjaar	38.992	(18.731)
Mutatie uit hoofde van herwaarderingsreserve	-	-
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>56.087</b>	<b>17.095</b>

#### 10. Resultaat boekjaar

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Stand begin verslagperiode	38.992	(18.731)
Resultaat boekjaar 2011	(1.057)	-
Resultaat boekjaar 2010	-	38.992
Bestemming resultaat voorgaand boekjaar	<u>(38.992)</u>	<u>18.731</u>
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>(1.057)</b>	<b>38.992</b>

#### 11. Kortlopende schulden

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
Administrateur	7.438	7.438
Accountant	2.000	4.000
Overige schulden	<u>3.042</u>	<u>5.078</u>
<b>Stand einde verslagperiode</b>	<b>12.480</b>	<b>16.516</b>

#### 12. Niet uit de balans blijvende rechten en verplichtingen

Het fonds heeft nog de volgende verplichtingen uit hoofde van investeringen:

	30 jun 2011	30 dec 2010
	EUR	EUR
ResponsAbility BOP Investments S.C.A. SICAR (EUR)	92.789	107.639
Goodwill Microfinance Development Company B.V. (EUR)	47.500	47.500
Goodwill Microfinance Development Company II B.V. (EUR)	<u>162.500</u>	<u>175.000</u>
<b>Totaal</b>	<b>300.173</b>	<b>330.139</b>

# Toelichting op de winst- en verliesrekening

13. Overige opbrengsten	2011	2010
	EUR	EUR
Rentebaten	14.913	14.837
Provisiebaten	2.412	1.837
<b>Totaal</b>	<b>17.325</b>	<b>16.674</b>

14. Gerealiseerde waardeveranderingen	2011	2010
	EUR	EUR
Herwaardering beleggingen	-	-
Valutareresultaten beleggingen	(6.511)	-
Herwaardering derivaten	49.401	-
<b>Totaal</b>	<b>42.889</b>	<b>-</b>

15. Ongerealiseerde waardeveranderingen	2011	2010
	EUR	EUR
Herwaardering beleggingen	(5.720)	73.481
Valutareresultaten beleggingen	(7.344)	108.282
Herwaardering derivaten	-	(126.809)
<b>Totaal</b>	<b>(13.063)</b>	<b>54.954</b>

16. Accountants honoraria	2011	2010	2009
In het boekjaar zijn de volgende bedragen aan accountantskosten ten laste van het resultaat gebracht.			
	EUR	EUR	EUR
PwC Accountants	2.000	2.000	2.000
Fiscale advisering	-	-	-
Andere niet-controlediensten	-	-	-
<b>Totaal</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>	<b>2.000</b>

Bovenstaande honoraria betreffen de werkzaamheden die bij het fonds zijn uitgevoerd door accountantsorganisaties en externe accountants zoals bedoeld in art. 1, lid 1 Wta (Wet toezicht accountantsorganisaties) en de in rekening gebrachte honoraria van het gehele netwerk waartoe de accountantsorganisatie behoort.

17. Som der bedrijfslasten en total expense ratio*	2011	2010
	EUR	EUR
Directievergoeding **	-	-
Administratievergoeding	14.875	14.875
Marketing & Advertentiekosten	(2.000)	4.667
Afschrijvingskosten Immateriële vaste activa	33.333	-
Accountantskosten	2.000	2.000
Fiscaal advieskosten	-	-
<b>Totaal</b>	<b>48.208</b>	<b>21.542</b>
<b>Expense ratio</b>	<b>(2,82%)</b>	<b>(1,39%)</b>

\* De total expense ratio wordt berekend door de kosten te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. De gemiddelde intrinsieke waarde wordt berekend op basis van de intrinsieke waarden op drie waarnemingstijdstippen gedurende het boekjaar, te weten 31 december 2010, 31 maart 2011 en 30 juni 2011. De waarnemingstijdstippen zijn als volgt gewogen: 0,5:1:0,5.

De aldus berekende gemiddelde intrinsieke waarde over 2011 bedraagt EUR 1.709.077.

\*\* Gezien de opstartfase van het fonds heeft de directie gemeend in 2008, 2009 en 2010 geen beheervergoeding in rekening te brengen.

<b>18. Portfolio turnover ratio*</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>
Gemiddelde intrinsieke waarde	1.709.077	1.547.230
Aankoop beleggingen	20.558	-
Verkoop beleggingen	8.058	-
	<b>28.616</b>	<b>-</b>
Uitgegeven aandelen	140.330	158.739
Ingekochte aandelen	19.599	57.131
	<b>159.929</b>	<b>215.870</b>
<b>Portfolio turnover ratio*</b>	<b>(7,68%)</b>	<b>(13,95%)</b>

\* De portfolio turnover ratio wordt berekend door het totaal aan transacties in financiële instrumenten minus het totaal aan transacties in rechten van deelneming te delen door de gemiddelde intrinsieke waarde van het fonds.

#### **19. PERSONEEL**

Gedurende de verslagperiode waren geen personeelsleden in dienst van het fonds.

Amsterdam, 30 augustus 2011

De directie,

Annexum Beheer B.V.  
Amsterdam

drs. H.W. Boissevain MRICS  
drs. R.G. de Weerd RA

# Overige gegevens

## Bestuurders belangen

De bestuurders van de directie hebben zowel aan het begin als aan het einde van het boekjaar geen persoonlijk belang in enige belegging van het fonds.

## Gelieerde partijen

Het beleggingsbeleid is uitbesteed aan Annexum Beheer B.V. (de directie).

De directie is verantwoordelijk voor de uitvoering van het beleggingsbeleid conform het prospectus en kan daarbij gebruik maken van diensten van derden. Voor de verrichte werkzaamheden ontvangt de directie een vaste beheervergoeding ter hoogte van 0,1 % per maand over de waarde van de activa aan het einde van elke maand.

Genoemde vergoeding is door het fonds verschuldigd aan het einde van elke maand. Gezien de opstartfase heeft de directie gemeend conform 2008 en 2009 ook in 2010 geen beheervergoeding in rekening te brengen.

De moedermaatschappij van de directie, Annexum Invest B.V., had op 30 juni 2011 een belang van 7.596 aandelen in het fonds. Annexum Invest B.V. treedt toe en uit tegen de handelskoers. De 1% op- en respectievelijk afslag ten opzichte van de intrinsieke waarde is derhalve op Annexum Invest B.V. niet van toepassing.

## Prioriteitsaandelen

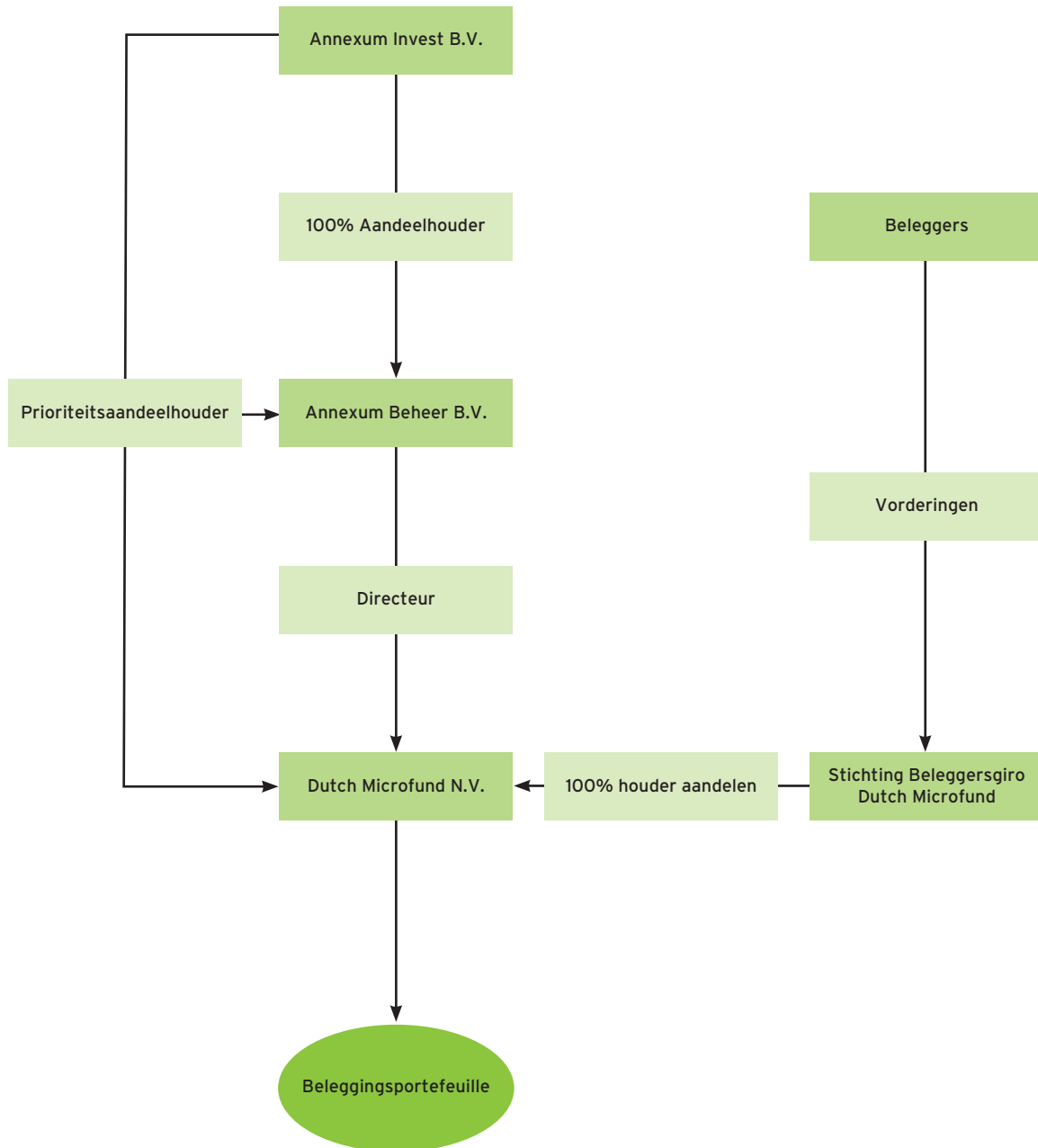
De tien prioriteitsaandelen welke deel uitmaken van het maatschappelijk kapitaal van de vennootschap worden gehouden door Annexum Invest B.V. De prioriteit dient haar goedkeuring te verlenen aan besluiten tot aandelenuitgifte en inkoop, fusie, statutenwijziging, ontbinding van de vennootschap alsmede aan door de prioriteit vast te stellen directiebesluiten.

Voorts is de prioriteitsaandeelhouder bevoegd het aantal bestuurders en hun bezoldiging vast te stellen en is zij gerechtigd een bindende voordracht bij bestuurdersbenoemingen te doen.

## Statutaire regeling winstbestemming

Van de winst behaald in enig boekjaar zal binnen acht maanden na afloop van het boekjaar tenminste een zodanig gedeelte aan de aandeelhouders worden uitgekeerd als nodig is om de status van fiscale beleggingsinstelling te handhaven. Van de resterende winst wordt, zo mogelijk, op de prioriteitsaandelen een dividend uitgekeerd gelijk aan vijf procent (5%) van hun nominale bedrag. De directie bepaalt met voorafgaande goedkeuring van de prioriteit, welk gedeelte van de winst, na toepassing van het bovenstaande, wordt gereserveerd. Het gedeelte dat niet wordt gereserveerd zal worden uitgekeerd, tenzij de aandeelhouders met algemene stemmen besluiten dit gedeelte van de winst te reserveren.

# Juridische structuur



# Aantekeningen