

Wealth Management Partners is opgericht in 2004 en telt 19 medewerkers. Wij zijn gespecialiseerd in het op geheel onafhankelijke wijze beheren en regisseren van grote(re) vermogens van ondernemers, families, stichtingen en kleinere instituten. De onafhankelijkheid komt tot uitdrukking in ons beleggingsbeleid, in de eigendomsstructuur en in de selectie van (depot) banken. Daarnaast kennen wij een (degressieve) "all-in" vergoeding met teruggave van bestandsvergoedingen aan cliënten en zijn wij SAS70-II gecertificeerd. In Nederland zijn wij één van de grootste onafhankelijke partijen.

*Via de navigatiebuttons kunt u direct naar de artikelen navigeren en zonder te scrollen weer op de voorpagina terecht komen.*

## INHOUDSOPGAVE

**2** Jaap van Duijn over 'de schuldenberg'

Lees meer >

door: Marc Bressers

**3** Swing pricing

Lees meer >

door: Rico Bosma

**4** Frederik Kooij versterkt ons team

Lees meer >

door: Patrick Mol

**5** De echo's van de kredietcrisis van 2008

Lees meer >

door: Peter van Doesburg

## Voorwoord

Wat kunt u in deze editie verwachten?

In verband met de turbulentie op de financiële markten, zullen wij aan het eind van deze nieuwsbrief uitgebreid hierbij stilstaan. Ook ons verslag van de bijeenkomst met prof dr Jaap van Duijn houdt verband met de huidige ontwikkelingen op de beurzen. De heer Van Duijn was lange tijd het gezicht van Robeco. Hij heeft daar van 1983 tot aan zijn pensionering in 2005 gewerkt als achtereenvolgens Chief Investment Officer, fondsmanager van Robeco en Chief Strategist. Zijn presentatie stond in het teken van zijn nieuwe boek 'De Schuldenberg' dat ingaat op hoe de wereldwijde schuldenlast ons allemaal gaat raken.

Onze collega Rico Bosma zal nader ingaan op het fenomeen van 'swing pricing'. Swing pricing is een techniek die is bedoeld om de negatieve impact op de koers van een fonds van toe- en uittrekders voor de bestaande of zittende aandeelhouders in een fonds te elimineren met, helaas, de nodige haken en ogen.

Tot slot stellen wij Frederik Kooij aan u voor die onlangs ons Stichtingenteam is komen versterken.

## vragen?

neem contact op met de auteur van het betreffende artikel via email  
> Marc Bressers

of bel:  
T 020-426 3970

## Jaap van Duijn over ‘de schuldenberg’

Op 19 september jl. organiseerde Wealth Management Partners een bijeenkomst met als spreker prof dr Jaap van Duijn. Jaap van Duijn was lange tijd belegger bij Robeco. Momenteel vervult hij een aantal commissariaten en bestuursfuncties. Daarnaast is hij een bekend columnist. De presentatie stond in het teken van zijn nieuwe boek ‘De Schuldenberg’ dat ingaat op hoe de wereldwijde schuldenlast ons allemaal gaat raken. De heer Van Duijn geeft een glasheldere analyse van de huidige economische situatie en plaatst deze in historisch perspectief. De kans op een recessie in Europa is volgens hem groot doordat in veel landen wordt bezuinigd, door terughoudende bancaire kredietverstrekking en door de problemen op de woningmarkten. Overigens vindt hij dit niet problematisch aangezien het in landen als Nederland gaat om een stagnatie op een hoog welvaartsniveau. Hij is kritisch over de aangekondigde bezuinigingen van het kabinet Rutte omdat hij vindt dat landen met een spaaroverschot dat mogen ‘compenseren’ met een begrotingstekort van de overheid. In Nederland wordt overigens niet zozeer door particulieren maar vooral door bedrijven geld opgepot. De hypothecaire schuld van Nederlanders vindt hij zeer zorgwekkend: € 658 miljard (tweemaal de Nederlandse staatsschuld) aan hypotheek drukt op ongeveer 3,5 miljoen gezinnen.

Ten aanzien van Griekenland is zijn advies kort en bondig: obligaties fors afstempelen en uit de Eurozone. Een harde sanering van dit land is onontkoombaar. De oorzaak van de Amerikaanse schulden crisis ligt vooral bij Ronald Reagan en George Bush jr. Overigens heeft een land als de VS in het verleden laten zien dat schuldenproblematiek oplosbaar is indien de juiste maatregelen worden getroffen.

Ondanks de diverse macro-economische problemen, houdt hij voor zijn eigen portefeuille 75% aandelen en 25% liquiditeiten aan. Staatsobligaties (van sterke landen) vindt hij niet aantrekkelijk vanwege de zeer lage rentevergoeding. • **Marc Bressers**

## Swing pricing



Beleggingsfondsen die niet op de beurs genoteerd zijn worden over het algemeen tegen de intrinsieke waarde (NAV) verhandeld. De NAV wordt eenmaal per dag berekend en alle toe- en uitreders in het fonds worden tegen deze NAV afgerekend. Met deze methodiek dragen zittendblijvers feitelijk bij aan de kosten die toe- of uitreders veroorzaken, hetgeen uiteraard onrechtvaardig is.

de transactiekosten. Het tegenovergestelde effect kan optreden als er op een dag veel beleggers in willen stappen.

Om te voorkomen dat een belegger negatief wordt verrast door het swing price mechanisme is het belangrijk te onderzoeken hoe de fondsbeheerder omgaat met dit mechanisme. Vaak focust men zich met name op de te betalen managementfee. De swing price heffing kan echter een veelvoud hiervan bedragen. • **Rico Bosma**

Om deze reden maakt een groeiend aantal fondsbeheerders gebruik van swing pricing. Een meer formele term voor swing pricing is anti-dilution levy of dilution-adjustment. Swing pricing is een techniek die is bedoeld om de negatieve impact van toe- en uitreders voor de bestaande of zittende aandeelhouders in een fonds te elimineren. De koper of verkoper van een fonds betaalt een extra heffing boven op de NAV om de kosten te dekken die zijn transactie veroorzaakt. Op zich is dit dus een goede zaak want de 'vervuiler betaalt'. Het blijkt echter dat er op veel verschillende manieren gebruik wordt gemaakt van deze swing price mogelijkheid.

De ene fondsbeheerder rekent kopers af op de NAV plus een toeslag en verkopers op NAV minus een afslag, de andere fondsbeheerder saldeert eerst alle aan- en verkopen en bekijkt dan of alle transacties met een op- of afslag worden afgerekend al naar gelang er meer kopers of verkopers zijn. Sommige fondsbeheerders rekenen swing price enkel bij de aankoop en anderen weer enkel bij de verkoop. Daarnaast zijn er fondsbeheerders die normaal gesproken nog immer alle aan- en verkopen tegen NAV afrekenen en alleen in het geval dat op een dag een bepaald percentage van het fondsvermogen wordt verhandeld een swing price instellen.

De dagelijkse NAV van een fonds wordt bepaald aan de hand van bied- en laatkoersen van alle beleggingen die het fonds in portefeuille heeft. Als blijkt dat er op een bepaalde dag veel beleggers uit willen stappen wordt bekeken of er tegen de biedkoersen waarop de NAV is gebaseerd daadwerkelijk kan worden gehandeld. Ten tijde van marktstress kan enig aanbod al snel leiden tot fors lagere biedingen.

Het swing price mechanisme houdt hier rekening mee en de uitstappende belegger ontvangt op zo'n moment een (forse) afslag op de NAV om deze voor lagere biedingen te compenseren naast de afslag die te maken heeft met

## Frederik Kooij versterkt ons team

Wat zijn de redenen voor jouw overstap?

“Voorheen was ik werkzaam op de stichtingendesk van MeesPierson. Met de samenvoeging van ABN AMRO en MeesPierson werd er veel geschoven met relaties en personeel. Dit veroorzaakte veel onrust bij mijn relaties en bij mijzelf. Bij een grote organisatie heb je je lot toch niet altijd in eigen handen. WMP is een kleinere gespecialiseerde organisatie, waar medewerkers ook aandeelhouder zijn. Dit creëert lange termijn commitment, die past bij de wereld van stichtingbestuurders.”



“WMP kende ik natuurlijk al uit de markt. Wij kwamen ze regelmatig bij pitches tegen. Na een aantal gesprekken werd mij duidelijk dat zij hun pitch van onafhankelijkheid werkelijk waar kunnen maken. Zij voeren geen eigen producten, kennen een all-in fee en geven ontvangen vergoedingen terug aan de cliënt. Deze “governance” aspecten spelen een steeds belangrijkere rol in de stichtingenmarkt.”

Wat ga je doen bij Wealth Management Partners?

“WMP heeft 1 jaar geleden besloten om instellingen op een zelfstandige manier te bedienen. Men heeft daarvoor een gespecialiseerd team opgezet. Ik ga als senior vermogensbeheerder onderdeel uitmaken van dit team.”

Wat zijn je verwachtingen?

“WMP is een echte boutique. Men richt zich alleen op vermogensbeheer en vermogensregie. Dit komt onder andere tot uiting door een hoge graad van automatisering, waardoor men in staat is om dagelijks geconsolideerd online te rapporteren. Bij een grote organisatie gaat veel energie verloren aan randzaken. Bij WMP heeft de hele organisatie de focus op haar relaties, in onzekere tijden is dat een prettige zekerheid. Ik verwacht dat veel bestuurders hier behoefte aan hebben.” • **Patrick Mol**

## De echo's van de kredietcrisis van 2008

### Hoofdpunten

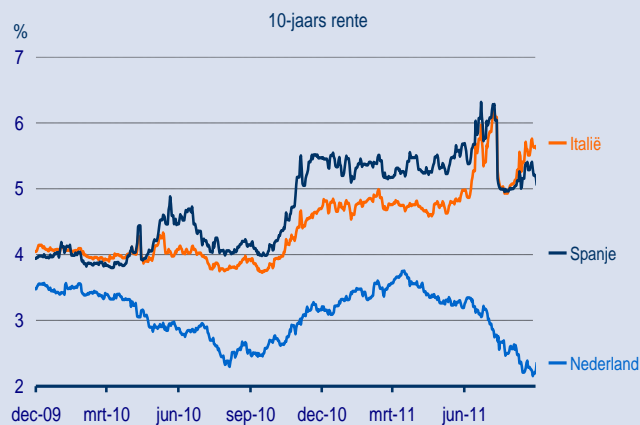
- Angst voor schulden crisis drukt vrijwel alle beleggingscategorieën
- Bankensector staat onder druk
- Geen gemakkelijke politieke oplossing schulden crisis
- Groei westerse economieën vrijwel tot stilstand gekomen
- Inflatiegevaar is verminderd
- Bedrijfsleven naar verwachting goed voorbereid op tegenvallers
- Aandelen aantrekkelijk gewaardeerd

### Angst voor schulden crisis drukt vrijwel alle beleggingscategorieën



De beurzen kwamen in het derde kwartaal sterk onder druk te staan door het opnieuw escaleren van de Europese schulden crisis. De bancaire sector speelde hierbij een centrale rol waarbij het onderlinge wantrouwen van banken toenam. De daarmee gepaarde stress vertoonde op sommige momenten gelijkenissen met de kredietcrisis van 2008.

De oploeiende angst voor een uitbreiding van de Griekse schuldenproblematiek naar grote Zuid-Europese landen zorgde niet alleen voor extreme onrust op de aandelenmarkten. Vrijwel elke beleggingscategorie liet negatieve rendementen zien. Uitzonderingen waren obligaties van landen met de allerhoogste kredietwaardigheid. Zelfs voorheen veilig geacht Italiaans staatspapier daalde sterk. Tot voor kort waren het slechts kleinere eurolanden als Ierland, Portugal en Griekenland die te maken kregen met fors oplopende rentevoeten als gevolg van de schulden crisis. In het derde kwartaal echter steeg ook de 10-jaars rente van Spanje en Italië tot boven het gevaarlijk geachte niveau van 6%. Aangezien deze landen een relatief groot beroep doen op de obligatiemarkten liep de nervositeit op de kapitaalmarkten sterk op. De Europese Centrale Bank besloot met een niet eerder vertoonde maatregel tot het opkopen van Zuid-Europees schuldenpapier. In eerste instantie liep de rente in zowel Italië als Spanje terug tot onder de 5%.



Bron: Bloomberg

Dit effect was echter tijdelijk en de laatste paar weken van het kwartaal liep de rente wederom op. Tegelijkertijd fungeerden in deze stress de obligatiemarkten van de meest kredietwaardige noordelijke euro lidstaten als vluchthavens en daalde de 10-jaars rente van bijvoorbeeld Nederland recent tot een nooit eerder vertoond dieptepunt van 2,15%. Hierdoor werd de tweedeling op de markt voor staatsobligaties tussen Noord en Zuid-Europa opnieuw versterkt.

Als gevolg van de aanhoudende druk op de kapitaalmarkten werd door de Europese politici gepoogd eind oktober tot een finale oplossing voor het Griekse schuldenprobleem te komen. Afsproken werd dat de helft van de Griekse schulden zal worden kwijtgescholden, de banken zullen worden geherkapitaliseerd en het gezamenlijke garantiefonds zal worden verdubbeld tot grofweg € 1000 miljard. Het besluit bracht initieel een euforische stemming op de aandelenmarkten teweeg, maar daarna ontstond opnieuw twijfel op de beurzen.

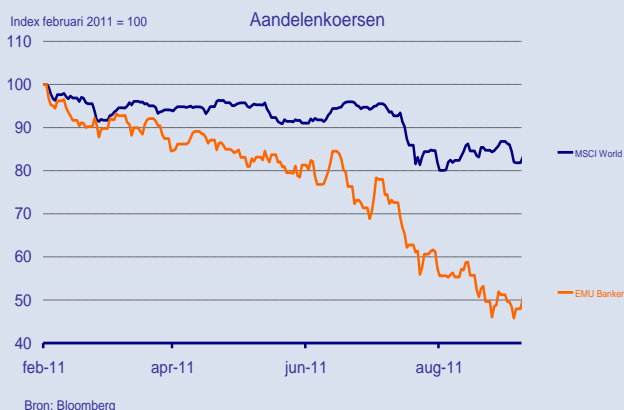
### Bankensector staat onder druk

Door de oploeiende schulden crisis is in de Eurozone sprake van een toenemend onderling wantrouwen tussen banken. Banken plaatsen vraagtekens bij elkaars blootstelling aan Zuid-Europese staatsleningen.

Dit leidt tot een sterke terughoudendheid om elkaar geld uit te lenen omdat men elkaars aflossingscapaciteit niet goed kan beoordelen.

Hierdoor zit de interbancaire markt op slot en moet de Europese Centrale Bank opnieuw bijspringen. Deze situatie begint te lijken op die van de kredietcrisis van 2008, waarbij een acute liquiditeitscrisis ontstond na het faillissement van Lehman Brothers. Opnieuw dreigt een faillissement (ditmaal van Griekenland) de risico's volledig onbeheersbaar te maken.

Hoewel een Grieks faillissement op zichzelf misschien nog wel kan worden weerstaan, is niet uit te sluiten dat een daaropvolgende kettingreactie zeer negatieve gevolgen kan hebben voor het bankensysteem. Als gevolg van een dergelijke kettingreactie valt niet uit te sluiten dat overheden opnieuw banken dienen te nationaliseren. Echter, anders dan in 2008, is de financiële positie van overheden beduidend minder sterk en is het de vraag of overheden de banken op dezelfde wijze kunnen redden als destijds. Bankaandelen in de Eurozone kwamen door deze ontwikkeling sterk onder druk te staan en halveerden in waarde ten opzichte van het begin van 2011.



### Geen gemakkelijke politieke oplossing schuldencrisis

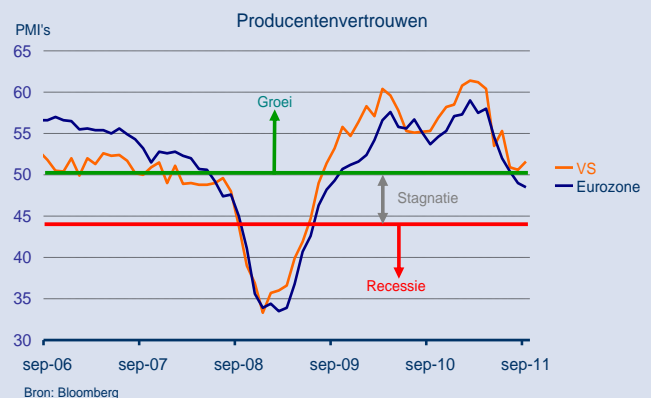
Ook na het akkoord van einde oktober blijft het moeilijk om een tot een politiek eenduidige en daadkrachtige oplossing te komen. Niet alleen in Europa maar ook in de Verenigde Staten is sprake van grote politieke verdeeldheid. Deze verdeeldheid leidde zelfs tot een niet eerder vertoonde verlaging van de kredietwaardigheid van de Amerikaanse overheid door kredietbeoordelaar Standard & Poor's.

Binnen de Eurozone is de politieke situatie nog veel gecompliceerder dan in de Verenigde Staten. Doordat er sprake is van een monetaire eenheid maar geen politieke en fiscale eenheid zijn er grote belangenconflicten tussen de draagkrachtige lidstaten enerzijds en de armlastige

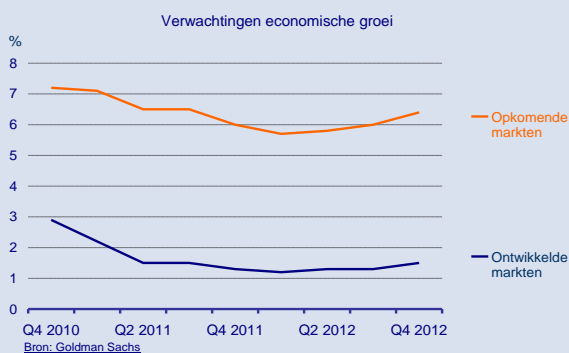
lidstaten anderzijds. Steunacties aan probleemlanden leiden direct tot een afnemende noodzaak voor diezelfde landen om de schulden te reduceren. Italië heeft na de EU top van eind oktober aangekondigd tot verregaande bezuinigingen en hervormingen over te gaan. Zo zal bijvoorbeeld de pensioenleeftijd worden opgetrokken in 2026 naar 67 jaar. Echter, door de interne Italiaanse politieke verdeeldheid en het ontbreken van een Europees dwangmiddel zijn de beloftes alles behalve zeker. Een mogelijke manier om probleemlanden te dwingen om toch onverminderd te bezuinigen, is door een bestraffingsmechanisme te introduceren. De Nederlandse regering heeft recent een dergelijk systeem voorgesteld waarbij een onafhankelijke Eurocommissaris zou moeten toezien op naleving. Een bestraffingsmechanisme is echter in het verleden al eens geïmplementeerd maar werd met handen en voeten getreden door nota bene Frankrijk en Duitsland. Deze landen staan daarom niet te springen om een dergelijk wapen te implementeren, waarmee ze zichzelf in de toekomst in de voet kunnen schieten. Al met al betekent dit dat er geen eenvoudige oplossing is voor de schuldproblematiek in de Eurozone.

### Groei westerse economieën vrijwel tot stilstand gekomen

De groeivertraging in de eerste helft van het jaar heeft zich in het derde kwartaal voortgezet. Anders dan in 2010 zorgde de groei van de opkomende markten niet voor compensatie. Het gevolg is een dalend producentenvertrouwen. Hoewel ook hier overeenkomsten zijn te vinden met de kredietcrisis van 2008 is er tot nu toe geen sprake van forse krimp van de economie en de wereldhandel zoals die plaatsvond na het faillissement van Lehman Brothers. Wij gaan niet uit van een recessie, hoewel de kans daarop wel is toegenomen in het afgelopen kwartaal.



Voor wat betreft de economieën van de opkomende markten wordt verwacht dat er een groeivertraging zal optreden. Echter van een stagnatie zoals in de westerse economieën zal naar verwachting geen sprake zijn en de groei zal relatief hoog blijven. Temeer blijkt hiermee dat de economische groei van de wereldeconomie vooral uit de opkomende markten moet komen. Met hun hogere rentes en betere schuldposities hebben de opkomende markten beduidend meer monetaire en fiscale munitie achter de hand dan het westen om verdere tegenwind op te vangen.



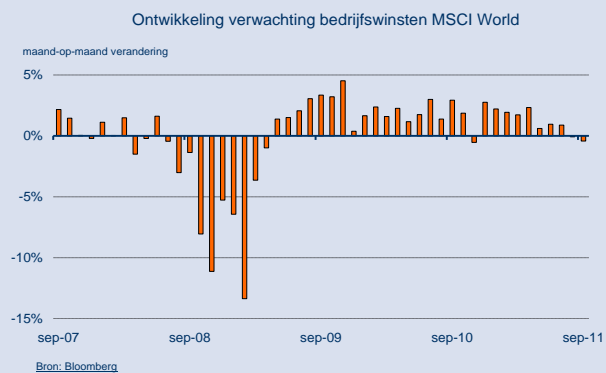
### Inflatiegevaar is verminderd

In de loop van het derde kwartaal is het inflatiegevaar grotendeels geweken voor zowel de ontwikkelde economieën als de opkomende markten. De Europese Centrale Bank verhoogde aan het begin van het kwartaal nog de rente maar recent werd alweer gespeculeerd op een verlaging van de rente die wellicht in het laatste kwartaal van 2011 kan plaatsvinden. Door de vertraging van de wereldeconomie is sprake van een veelal gunstiger inflatiebeeld dan aan het begin van 2011. Hoewel in sommige opkomende markten de inflatie nog hardnekkig hoog bleef, begon al in het derde kwartaal het tij te keren. Brazilië was één van de eerste opkomende landen die de rente verlaagde.

Opnieuw begint de pendule van de prijsniveaus in het westen richting een deflatiescenario te slingeren. De nieuwe laagterecords van de lange rente in Nederland, Duitsland en de Verenigde Staten beginnen hierop te duiden, een fenomeen dat wij ook kennen vanuit Japan. Een deflatiescenario zou overigens een complicerende factor betekenen voor het broodnodige reduceren van de schulden in het westen. Dalende prijsniveaus maken immers het aflossen in de toekomst relatief duurder. Ook hierbij geldt Japan als een afschrikwekkend voorbeeld waarbij de staatsschuld nog grofweg tweemaal zo hoog is als in het westen door een gevaarlijke mix van lage groei en deflatie.

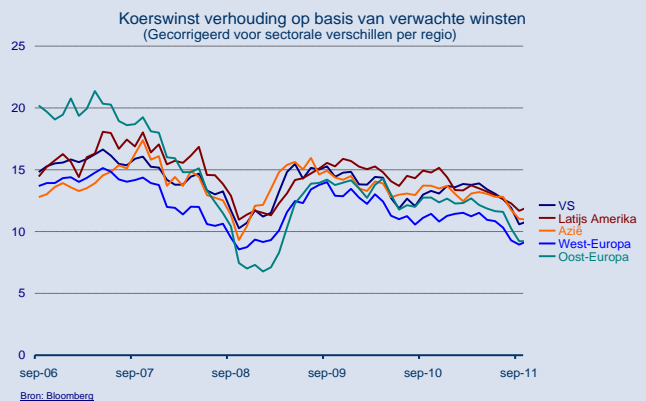
### Bedrijfsleven naar verwachting goed voorbereid op tegenvallers

Hoewel de aandelenkoersen anders doen vermoeden, zijn bedrijven goed in staat om economische tegenvallers te weerstaan. De balansen van bedrijven zijn ten opzichte van 2008 over het algemeen duidelijk verbeterd en dit betekent dat acute financieringsproblemen een minder groot probleem zullen vormen dan destijds. Hoewel aandelenanalisten de bedrijfswinsten voorsnag niet neerwaarts hebben bijgesteld, verwachten wij dat de economische groeivertraging een negatieve uitwerking zal hebben. Dit wordt bevestigd door de gedaalde wereldwijde aandelenkoersen die gemiddeld winstdalingen van circa 20% inpijzen.



### Aandelenwaarderingen op niveau van 2008

Met de gedaalde aandelenkoersen hebben beurzen naar onze mening een aanzienlijk voorschot genomen op de te verwachten economische tegenwind. Dit wordt gereflecteerd in lage koers/winstverhoudingen die de niveaus naderen van de kredietcrisis in het najaar van 2008.



Opvallend is dat de waarderingen wereldwijd sterk geconvergeerd zijn en er geen waarneembaar onderscheid bestaat tussen de opkomende markten en de ontwikkelde landen.

De lage waarderingen van aandelen vormen naar onze verwachting een buffer voor eventuele correcties in winstverwachtingen. Bovendien worden risicomijdende alternatieven voor aandelen steeds beperkter. Niet alleen is de rente op veilige staatsobligaties extreem laag maar bovendien wordt het aantal landen met een hoge kredietwaardigheid steeds geringer en kunnen beleggers daardoor uit een steeds kleiner aantal vluchthavens kiezen.

### Concluderend

De onrust op de financiële markten in het afgelopen kwartaal was opnieuw een bewijs dat de gevolgen van de kredietcrisis van 2008 een langjarig probleem vormen voor de westerse economieën. De noodzakelijke schuldenreductie in combinatie met een lage economische groei leidt tot een langzaam en soms pijnlijk proces waarbij het bankensysteem een onzekere factor vormt. Zowel consumenten als overheden moeten de broekriem aanhalen. Lichtpunten zijn het bedrijfsleven en de voortgaande groei in de opkomende markten. Het bedrijfsleven heeft zich flexibel opgesteld de afgelopen jaren en heeft relatief weinig schulden.

• **Peter van Doesburg**