

Wealth Management Partners (WMP) 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) bank(en). Daarnaast kennen wij een (degressieve) "all-in" vergoeding met teruggave van bestandsvergoedingen aan cliënten en zijn wij SAS 70-II gecertificeerd. In Nederland zijn wij één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders.

## Onzekere tijden

In januari wordt doorgaans teruggekeken op het afgelopen jaar en vooruitgekeken naar het nieuwe jaar. In 2011 is op vele fronten geschiedenis geschreven. In het eerste kwartaal presteerden de Europese beurzen beter dan andere regio's. Het economische herstel begon momentum te krijgen en in diverse Emerging Markets was zelfs sprake van oververhitting met olopende inflatie als gevolg.

Na het eerste kwartaal namen de zorgen over de Europese schuldencrisis snel toe. Door de daling van de koersen van staatsobligaties uit de periferie, kwamen banken in de problemen. Alleen door ondersteuning van de ECB konden, en kunnen, veel banken hun financiering op peil houden. Europese politici hebben in 2011 geen daadkracht getoond. Korte termijn binnenlandse politieke overwegingen lijken belangrijker dan een degelijke lange termijn oplossing voor Europa als geheel. Het besef dat wij in Europa moeten samenwerken omdat wij samen sterker staan in een steeds meer globaliserende wereld, is nog onvoldoende doorgedrongen. Tijdens de kredietcrisis in 2008 werd het 'vingertje' geheven naar de banken. Nu zijn de politici aan de beurt. In Zuid-Europese landen werden slecht functionerende politici naar huis gestuurd. Als burgers hebben wij uiteraard ook onze eigen verantwoordelijkheid. Wij kiezen immers onze eigen politici.

Zowel burgers als overheden hebben in Europa en de VS boven hun stand geleefd. De enige oplossing is een stapje terug, banken en overheidsfinanciën saneren. Met de juiste instelling komen wij er weer bovenop, goedschiks of kwaadschiks. Financiële markten dwingen discipline af, een pijnlijk maar noodzakelijk proces.

In het vertrouwen dat uiteindelijk iedere crisis zal worden overwonnen, wensen wij u een gelukkig en een voorspoedig 2012.

### INHOUDSOPGAVE

**2** 2011: een actief jaar voor stichtingen

Lees meer >

door: Patrick Mol

**3** Verwachtingen voor 2012

Lees meer >

door: Marc Bressers

**4** Fidelity FAST Europe Fund

Lees meer >

door: Marc Bressers

**6** Geen eenvoudige oplossing voor Eurocrisis

Lees meer >

door: Peter van Doesburg

### vragen?

Neem contact op met de auteur van het betreffende artikel via email

of bel:  
T + 31 (0)20-426 3970

## 2011: een actief jaar voor stichtingen

Begin 2011 heeft Wealth Management Partners (WMP) de benodigde expertise voor stichtingen in een gespecialiseerd team bijeengebracht. WMP benadrukt daarmee haar lange termijn commitment voor deze markt. Deze stap heeft al direct tot positieve resultaten voor onze relaties en voor WMP geleid.

Begin 2011 werd in samenwerking met Nyenrode een onderzoek gedaan in hoeverre vermogensfondsen verantwoord beleggen of van plan zijn dat te gaan doen. Meer dan 50% van de fondsen brengt dit al in de praktijk of heeft dat voornemen. Mede naar aanleiding daarvan heeft WMP een verantwoord beleggingsbeleid geïmplementeerd. Om onze 'commitment' ten aanzien van deze aanpak te onderstrepen, hebben wij zowel de United Nations Principles for Responsible Investments ('UN PRI') als de UN Global Compact getekend.

Naast de beleggingsinhoudelijke aspecten willen wij graag een bijdrage leveren aan de thema's die in de stichtingenwereld spelen. Zo organiseerden wij samen met PWC een aantal seminars over de gevolgen van de ANBI-wetgeving waar ook de Belastingdienst acte de presence gaf. Tweemaal per jaar nodigen wij onze vaste relaties uit voor een concert van Amsterdam Sinfonietta waarbij door interessante en eigenzinnige sprekers een actueel thema wordt besproken.

Onze onafhankelijke signatuur en inspanningen worden door een aantal vermogensfondsen herkend. Wij werden uitgenodigd om deel te nemen aan diverse 'pitches' voor vermogensbeheer en -regie. Dit resulteerde in 4 nieuwe, grote mandaten. Wij zien in 2012 de relaties en de banden met vermogensfondsen verder groeien.

Voor verdere informatie over onze activiteiten voor stichtingen verwijzen wij graag naar onze website: [www.wmpartners.nl/stichtingen](http://www.wmpartners.nl/stichtingen)

• **Patrick Mol**



Patrick Mol, Frederik Kooij, Roland Engbers en Hannele Callaghan



## Verwachtingen voor 2012



In 1789 deed Benjamin Franklin de fameuze uitspraak: 'In this world nothing can be said to be certain, except death and taxes'. Anno 2012 is deze uitspraak zeer actueel. De verwachtingen over het verloop van de Europese schulden-crisis, de economische groei en aandelenmarkten lopen momenteel sterk uiteen.

Dat verwachtingen en realisatie sterk kunnen afwijken, bleek ook afgelopen jaar wederom. Veel analisten waren begin 2011 positief gestemd, nadat 2009 en 2010 al goede aandelenjaren waren geweest, hetgeen niet uitkwam. Begin 2009, toen de kredietcrisis haar kookpunt bereikte, waren analisten juist zeer negatief, terwijl 2009 uiteindelijk een goed jaar bleek te zijn voor aandelenmarkten. De opinie van beleggers lijkt vooral te worden bepaald door de recente ontwikkelingen terwijl 'beleggen in de achteruitkijkspiegel' vaak niet blijkt te werken.

Het teleurstellende koersverloop van de AEX in 2011 heeft het enthousiasme onder Nederlandse beursexperts voor de komende 12 maanden getemperd. Zij houden gemiddeld rekening met een bescheiden stijging van 7,3% aan het einde van 2012 volgens een enquête onder 104 beursexperts door Corné van Zeijl van SNS Asset Management. Als wij kijken naar de visies van de grotere Nederlandse instellingen, dan blijkt dat ABN AMRO en ING onderwogen zijn in aandelen terwijl Schretlen & Co / Rabobank cliënten adviseren om een overweging in aandelen aan te houden. Van de Angelsaksische effectenbanken is vooral JP Morgan positief over aandelen. Deze visie baseert zij op de gezonde winstmarges en balansverhoudingen van ondernemingen, een verder economisch herstel in de Verenigde Staten, de

invloed van de presidentsverkiezingen en het feit dat de verwachtingen van beleggers niet hoog gespannen zijn. Goldman Sachs verwacht dat eind 2012 de Eurozone nog steeds intact zal zijn en dat financiële markten en economieën enigszins gestabiliseerd zullen zijn. Om dit relatief gunstige base case scenario te realiseren, acht Goldman het cruciaal dat 1) Duitsland akkoord gaat met Euro-bonds of een soortgelijk centraal financierings-mechanisme; 2) Frankrijk akkoord gaat met het afstaan van fiscale autonomie aan een Europese instantie; 3) Italië en Spanje laten zien dat ze economische hervormingsplannen ook daadwerkelijk implementeren; en 4) dat voldoende maatregelen worden genomen om te voorkomen dat kleine landen uit de periferie (op ongecontroleerde wijze) failliet gaan.

Naast de analisten, die werkzaam zijn voor de 'sell-side' (effectenbrokers), spreken wij voortdurend met de beheerders van onze beleggingsfondsen. Het merendeel heeft op dit moment zijn portefeuille relatief defensief gepositioneerd als gevolg van de onzekerheid omtrent economische groei en de Europese schulden-crisis.

Wealth Management Partners ziet zelf op middellange termijn meer perspectief in aandelen dan in obligaties. Deze visie is vooral gebaseerd op de lage waardering van aandelen en de sterke balansverhoudingen en minder op de economische groeiverwachtingen. Vanwege de relatief grote onzekerheid op korte termijn, willen wij echter (nog) niet verder gaan dan een neutrale weging voor aandelen. Hoewel iedere belegger uiteindelijk zijn eigen mening moet bepalen, is het interessant om te zien hoe de verwachtingen van verschillende marktpartijen zijn. Dat geeft, tezamen met de waarderingen van aandelenmarkten, een indruk van hetgeen reeds is ingeprijsd. Daarbij is het interessant om te constateren dat de 'consensus mening' (het gemiddelde van de verschillende partijen) doorgaans niet uitkomt. Sterker nog, sommige beleggers handelen juist contrair ten opzichte van de consensus omdat dit in het verleden gemiddeld genomen een winstgevende strategie is gebleken.

• **Marc Bressers**

## Fidelity FAST Europe Fund



Fondsmanager Anas Chakra

Wealth Management Partners kiest fondsmanagers op basis van een uitvoerig en grondig selectieproces met als doel om deze voor langere tijd een gedeelte van het toevertrouwde vermogen te laten beleggen. In de praktijk blijven niet alle geselecteerde managers even lang in de portefeuilles van onze cliënten. Diverse oorzaken, zoals bijv. underperformance of vertrek van een fondsmanager kunnen hierbij een rol spelen. Eén van de fondsmanagers die al vele jaren ons vertrouwen heeft, is Anas Chakra, beheerder van het Fidelity FAST Europe Fund. Eind november 2011 vierde hij zijn 'vijfde verjaardag' als beheerder van dit fonds. In deze periode was hij in staat om zijn benchmark met maar liefst 34% te verslaan na kosten. Deze outperformance werd gerealiseerd met een 'volatiliteit' (beweeglijkheid) die ook nog eens lager is dan die van de benchmark.

### Hoe is deze prestatie tot stand gekomen?

In ieder van de afgelopen vijf kalenderjaren was sprake van een outperformance. Deze outperformance is onder andere gerealiseerd door de mogelijkheid die de fondsmanager heeft om tot 30% van de waarde van het fonds short te gaan en op momenten dat hij positief is leverage in te bouwen tot maximaal 135%. Gemiddeld genomen is de performance over de afgelopen 5 jaar bereikt met een netto exposure van tussen de 90 en 110%. Begin 2008 identificeerde hij grote problemen op de Amerikaanse huizen- en hypotheekmarkten en speelde daarop in met short posities. Daarnaast maakt hij regelmatig gebruik van opties om risico's af te dekken. Echter, de voornaamste verklaring van de outperformance is gelegen in de juiste selectie van de aandelen (long posities)

op basis van grondige research en een gedisciplineerde aanpak. De meeste ondernemingen in zijn universum volgt hij al vele jaren en kent hij goed.

### In welke bedrijven en sectoren belegt Chakra op dit moment?

Europese aandelen vindt hij erg goedkoop maar hij is voorzichtig gezien de risico's die voortvloeien uit de Europese schuldencrisis. Chakra heeft zijn portefeuille momenteel defensief gepositioneerd door vooral te beleggen in grote ondernemingen met sterke marktposities. Deze bedrijven halen veelal een groot gedeelte van hun omzet uit emerging markets. De grootste overwegingen heeft hij in ondernemingen die consumentenproducten maken zoals Nestlé en BMW en ondernemingen in de energiesector zoals Shell en Saipem.

Onderwogen is hij in de telecom (vanwege toenemende concurrentie van Skype en veel vreemd vermogen), in de materialensector (vanwege te hoge verwachtingen over de investeringen in China), in de nutsbedrijven (vanwege het risico van nieuwe ongunstige wetgeving) en in de farma (vanwege aflopende patenten en bezuinigingsmaatregelen). De onderweging in de financiële sector is relatief gering. In deze sector kiest hij wel voor sterke spelers die goed gefinancierd zijn zoals HSBC.

Chakra legt de nadruk op aandelen met een lage waardering en een aantrekkelijk dividendrendement. Hij is daarbij niet bang om 'contrair' te handelen door aandelen te kopen die uit de gunst van beleggers zijn en in zijn ogen te hard zijn afgestraft. Hoewel het een Europees aandelenfonds is, mag een beperkt gedeelte buiten Europa worden belegd. Door de lage waardering van Europese aandelen ten opzichte van Amerikaanse, neemt hij nu nauwelijks aandelen uit dit continent op.

Indien Europese aandelenmarkten op korte termijn flink aantrekken, dan zal dit fonds waarschijnlijk enigszins achterblijven vanwege de defensieve positionering. Gezien de huidige macro-economische en politieke onzekerheden, voelen wij ons echter comfortabel met het beleid van deze goed presterende manager.

- **Marc Bressers**

## Geen eenvoudige oplossing voor Eurocrisis

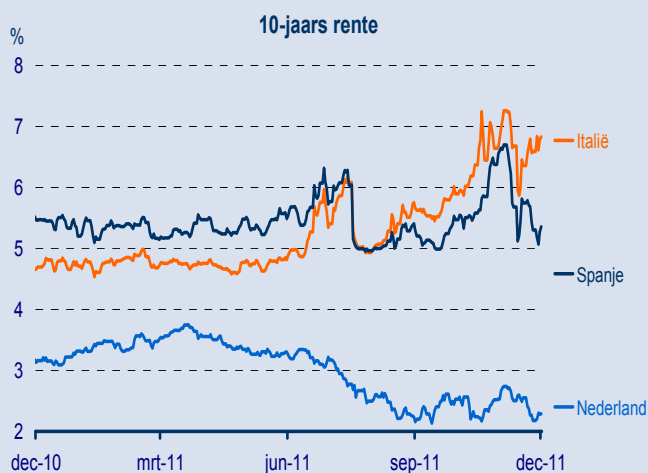


Ook in het laatste kwartaal van 2011 werden de kapitaalmarkten gedomineerd door de eurocrisis. Europese politieke leiders slaagden er opnieuw niet in te overtuigen

met een daadkrachtige aanpak van de schuldenproblematiek. Uiteindelijk werden wel afspraken gemaakt om te komen tot een dwingende vorm van budgetdiscipline maar de praktische invulling ervan is nog onduidelijk. De moeizame onderhandelingen tussen regeringsleiders maken duidelijk dat er geen eenvoudige oplossing is voor de eurocrisis.

In het vierde kwartaal was de focus vooral gericht op Italië. De Italiaanse 10-jaarsrente steeg tot boven de kritische 7%-grens. Dat was het niveau waarop andere probleemlanden (Griekenland, Portugal en Ierland) niet meer zelfstandig geld konden ophalen en steun moesten zoeken. Ondanks het aftreden van premier Berlusconi in november bleef de markt voor Italiaanse staatsobligaties extreem nerveus, mede omdat de Italiaanse schuld groter is dan die van Griekenland, Ierland, Portugal en Spanje tezamen.

Onrust op de obligatiemarkten houdt aan



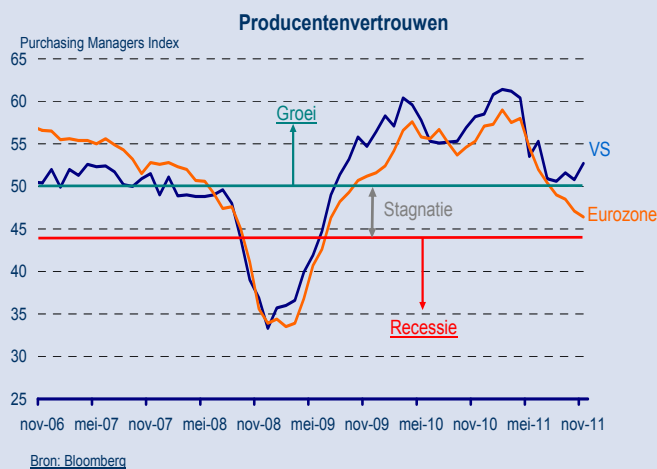
Bron: Bloomberg

### Economie Eurozone op rand van recessie

Mede door de schulden crisis staat de economie van de Eurozone op de rand van een recessie. Hoewel wij er van uitgaan dat deze recessie gemiddeld genomen relatief mild zal zijn (zeker ten opzichte van die van 2009), betekent dit dat veel probleemlanden het nog moeilijker zullen krijgen om het begrotingstekort binnen de perken te houden. Dit leidt noodgedwongen tot sterkere bezuinigingen die op hun beurt weer tot lagere groei kunnen leiden. Vooral de Zuid-Europese landen bevinden zich in deze neerwaartse spiraal maar ook de Noordelijke landen dreigen hiermee te maken te krijgen.

De euro is in het vierde kwartaal door de toegenomen recessiedreiging en de voortdurende schulden crisis gezakt tot onder de 1,30 ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Deze verzwakking heeft echter wel als voordeel dat een betere concurrentiepositie op de exportmarkten ontstaat, hetgeen enig tegenwicht kan bieden voor de economische tegenwind.

Ontkoppeling groei tussen de VS en de Eurozone



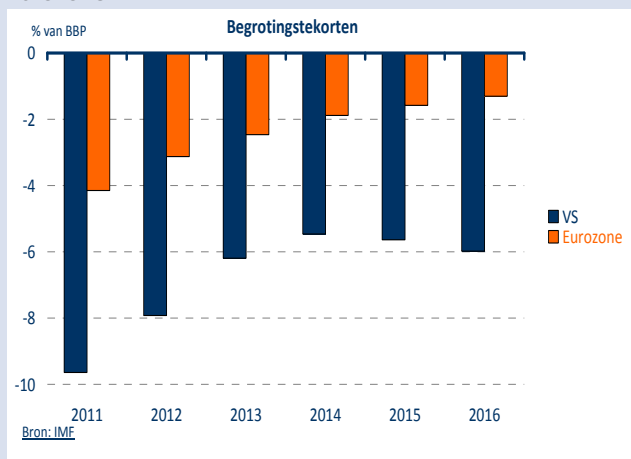
Bron: Bloomberg

### Amerikaanse economie maakt doorstart

De Amerikaanse economie toonde in het vierde kwartaal een verbetering. Na de recessieangst van de afgelopen zomermaanden lijkt een doorstart van de economie waarschijnlijk. Sinds enkele maanden lijkt sprake van een afwijkend groeipad tussen de Verenigde Staten en de Eurozone. Het toenemende verschil tussen de twee economieën lijkt vooral te komen doordat in de Eurozone de overheden sterk het accent op bezuinigingen leggen, terwijl in de Verenigde Staten nog steeds sterk wordt ingezet op stimuleringsmaatregelen. Opmerkelijk gevolg daarvan is dat het begrotingstekort van de Verenigde Staten de komende vijf jaar, naar verwachting van het Internationale Monetaire Fonds (IMF), jaarlijks meer dan tweemaal zo groot zal zijn dan in de Eurozone. Ondanks de beduidend slechtere begrotingsdiscipline ligt niet de Verenigde Staten maar juist de Eurozone onder vuur van de kapitaalmarkten. De rente op Amerikaanse staatsobligaties is opnieuw verder gedaald, terwijl de rentes op staatsobligaties van de Eurozone gemiddeld fors zijn gestegen in het laatste half jaar van 2011.

De oorzaak van deze op het eerste gezicht merkwaardige ontwikkeling is dat beleggers op dit moment meer vertrouwen hebben in de Amerikaanse economie dan in de economie van de Eurozone. Dit vertrouwen is voornamelijk gebaseerd op vier fundamenteën:

Ondanks grotere tekorten meer vertrouwen in VS dan in de Eurozone



- i) Ten eerste zijn de lange termijn groeiperspectieven van de Amerikaanse economie beter door een gunstigere demografie. Hoewel ook in de VS sprake is van vergrijzing is deze niet zo sterk als in Europa. Hiermee mag worden verwacht dat de lange termijn groei van de VS circa 0,5%-1% hoger ligt dan in de Eurozone. Aangezien begrotingstekorten veel gemakkelijker te beheersen zijn met een sterkere groei, wordt door beleggers op dat vlak kritischer naar de Eurozone gekeken dan naar de VS.
- ii) Een tweede oorzaak voor het grotere vertrouwen in de Amerikaanse economie is gelegen in de flexibiliteit ervan. Doordat er beduidend minder regulatie is op bijvoorbeeld de arbeidsmarkt en het sociale vangnet minder groot is, wordt verondersteld dat de VS beduidend sneller kunnen inspelen op veranderingen.
- iii) Ten derde is eenduidig en daadkrachtig overheids-optreden in de praktijk gemakkelijker in de Verenigde Staten. Hoewel ook daar grote politieke verdeeldheid heerst, is de gedachte dat er uiteindelijk toch een oplossing wordt gevonden. Daarnaast staat de centrale bank (Fed) pal achter de overheid, terwijl de ECB dit juist niet als haar taak ziet.
- iv) Tot slot wordt in de ogen van beleggers de sterkte van de Eurozone bepaald door de zwakste schakel. Hoewel de Eurozone gemiddeld beter scoort dan de Verenigde Staten op het gebied van budgetdiscipline zijn er individuele lidstaten die er slecht voor staan en de rest kunnen meetrokken in hun val.

Hoewel de VS zich in de ogen van beleggers beduidend meer kunnen permitteren op het budgettaire vlak dan de gezamenlijke Euro-lidstaten dreigt daar tegelijkertijd het gevaar van overmoed. Doordat het corrigerende mechanisme van de kapitaalmarkten op dit moment ontbreekt, is de acute noodzaak tot bezuiniging afwezig in de VS. Hierdoor kan op langere termijn een onhoudbare situatie ontstaan.

Dit corrigerende mechanisme is wel duidelijk aanwezig binnen de Eurozone. De verschillende overheden moeten strenge maatregelen en hervormingen afkondigen om het vertrouwen van de markten te (her)winnen. Hoewel dit wellicht de economie op de korte termijn remt, kan dit de opmaat worden voor structurele verbeteringen van sommige vastgeroeste economieën. Deze hervormingen waren waarschijnlijk niet afgedwongen als de euro niet had bestaan en alle landen nog hun eigen munten zouden hebben gehad. In dat geval was het wellicht voldoende geweest om de eigen munt te laten devalueren en zo een 'gratis' concurrentievoordeel te behalen op kosten van het buitenland. Met de komst van de euro kan dit echter niet meer en ontstaat een gelijk speelveld, waarbij de landen onderling moeten concurreren op productiviteit. In die zin dwingt de euro hervormingen af die voorheen nooit hoefden te worden gemaakt in de Zuidelijke lidstaten.

### Het basisscenario van Wealth Management Partners

De schulden crisis in de Westerse landen, waarvan de kiem is gelegd in 2008 met de crash op de Amerikaanse huizenmarkt en die een vervolg heeft gekregen door middel van de euro crisis, is naar onze verwachting een langjarig fenomeen, waarvoor geen eenvoudige oplossing voorhanden is. De noodzakelijke schuldenreductie zal moeten plaatsvinden door middel van bezuinigingen bij zowel overheden als consumenten en dit leidt waarschijnlijk tot een langdurige periode van lage economische groei. Alternatieve meer rigoureuze scenario's zoals het uittreden van zwakke landen uit de euro (bijvoorbeeld Griekenland) achten wij niet waarschijnlijk. De economische schade daarvan is vooraf totaal niet in te schatten en dat is op zichzelf al genoeg reden om er niet aan te beginnen met het ongecontroleerde faillissement van Lehman Brothers in het achterhoofd. Wel ligt het voor de hand dat de steun aan Griekenland niet volledig zal worden terugbetaald. In die zin zal waarschijnlijk sprake zijn van een technisch faillissement waarbij Griekenland in de Eurozone blijft maar er verder zal moeten worden afgeschreven op Griekse schulden. Daarnaast kan het ook noodzakelijk worden om steun aan Spanje en Italië te verlenen als hen de toegang tot de kapitaalmarkten wordt

ontzegd. Maar ook daarbij geldt naar onze mening dat van een uittreding geen sprake kan zijn omdat bij deze landen de problemen in nog sterkere mate dan bij Griekenland totaal niet te overzien zijn. Het uiteenvallen, opsplitsen of afsplitsen van de euro is in alle scenario's een uitkomst met alleen maar verliezers en om die reden de meest irrationele keuze die kan worden gemaakt. Helaas kunnen we er niet vanuit gaan dat politici altijd rationele keuzes maken...

• **Peter van Doesburg**