



Nieuws

Dit jaar vieren wij ons 25-jarig bestaan. Philipse & Co is op 4 mei 1987 opgericht door Michael Philipse die daarvoor werkzaam was als bankier bij o.a. Mees & Hope en Barclays. Philipse & Co was daarmee een van de eerste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. Al sinds 1989 is het kantoor gevestigd aan het Concertgebouwplein in Amsterdam. Begin 2007 heeft Michael zijn werkzaamheden beëindigd en zijn onderneming overgedragen aan de huidige partners.

*Philipse & Co bestaat
kwart eeuw*

Na de recente overname van Friesland Bank rezen er vragen over de toekomst van andere kleinere banken zoals SNS en Van Lanschot. De strengere kapitaalseisen die gesteld zijn als reactie op de kredietcrisis van 2008 kunnen voor kleinere banken tot problemen en/of verdere consolidatie leiden. Theodoor Gilissen Bankiers, de depotbank van een groot deel van onze cliënten, heeft een sterk eigen vermogen met een solvabiliteitsratio van ruim 24%, het drievoudige van de 8% zoals voorgeschreven door De Nederlandsche Bank. De kredietcrisis heeft nagenoeg geen invloed gehad op de financiële positie, mede omdat de bank geen zakelijk kredietbedrijf heeft noch activiteiten ontplooit op het gebied van investment banking. Theodoor Gilissen is een 100%-dochter van KBL European Private Bankers dat, met een ratio van 16% en een zeer beperkt risico op hun balans, tot een van de meest solide banken van Europa behoort.

Sterke depotbank

Ontwikkelingen in Q1

Omdat het onderlinge wantrouwen tussen Europese financiële instellingen eind 2011 weer tot grote hoogte steeg, dreigde een zeer gevaarlijk liquiditeitsprobleem te ontstaan. De Europese Centrale Bank reageerde zeer adequaat door de banken in december en februari onbeperkte toegang te geven tot 'goedkoop' geld. Er werd groot ingeschreven op deze 'Longer Term Refinancing Operations' (LTRO's), een speciale kredietfaciliteit waarbij de banken gezamenlijk bijna duizend miljard euro leenden tegen een rente van 1% voor een periode van drie jaar.

*ECB verschaft
1.000.000.000.000 euro
aan Europese banken*

Met de kredieten van de ECB kochten de banken massaal staatsobligaties en daalde de rente van onder meer Spanje en Italië scherp. Beleggers begonnen hun doemscenario's voor de eurozone af te zwakken en durfden meer risico te nemen. Mede hierdoor zijn de wereldwijde aandelenmarkten het eerste kwartaal voortvarend van start gegaan.

Net als begin 2011 zijn veel van de verliezers van het vorige jaar de *voorlopige* winnaars van het nieuwe jaar en andersom. Als gevolg van de toegenomen risicobereidheid van beleggers (risk on) herstelden de beurzen van veel opkomende landen sterk en viel met name de goede performance van de financiële sector op.

Zowel de MSCI Wereld Index als de DJ Stoxx Europe 600 Index stegen in het eerste kwartaal met ruim 7%, terwijl de dollar met 3% in waarde daalde. Het was ook een goed klimaat voor bedrijfsobligaties die in deze periode met bijna 4% stegen. De door Philipse en Co beheerde portefeuilles profiteerden van deze ontwikkelingen alhoewel het in aandelen belegde deel van de portefeuilles een gemengd beeld liet zien. Veel van de door ons geselecteerde managers mijden de financiële waarden en konden daarom niet optimaal profiteren van het sterke, maar twijfelachtige, herstel van deze sector. Daarnaast viel in deze periode de ontwikkeling van aan goud gerelateerde beleggingen tegen.

*Kredietfaciliteit ECB zorgt
voor rust ...*

Met de LTRO's lijkt de ECB de ergste kou uit de lucht te hebben gehaald en hebben politici meer tijd gekregen om financieel orde om zaken te stellen. De problemen zijn er echter niet mee opgelost en bovendien schuilen er gevaren in het verstrekken van grote hoeveelheden goedkoop geld. Zo verdwijnt de urgentie voor banken om hun kapitaalpositie te verbeteren en zijn de potentiële verliezen voor veel van deze banken toegenomen. Het geld van de steunoperatie is immers veelal aangewend voor het aankopen van staatsobligaties uit de

... maar voor hoe lang?

Inflatie nu nog geen issue

Gevaarlijk om uit te gaan van bestendig herstel

Niet-rationele factoren als zelfoverschatting, angst en kuddegedrag hebben invloed op beurskoersen

periferie en bij hernieuwde onrust op de financiële markten zullen de koersen van met name deze leningen weer in waarde dalen. Tenslotte bestaat er een potentieel gevaar voor een stijgende inflatie. Indien de Europese economie op termijn weer aantrekt, kan de enorme overliquiditeit geactiveerd worden en via kredietverlening in de reële economie terechtkomen.

Deze omgeving met veel potentiële risico's blijft naar onze mening vragen om een voorzichtig en dynamisch beleggingsbeleid waarbij alternatieve beleggingen naast de bekende beleggingscategorieën moeten zorgen voor voldoende spreiding. Mede daarom hebben wij recent drie nieuwe fondsen aan de portefeuille toegevoegd. Alhoewel de beleggingsstrategieën verschillend zijn, hebben al deze fondsen de mogelijkheid de risico's van de portefeuille duidelijk te verlagen als dat volgens hen nodig mocht blijken.

De psychologie van de belegger

In de klassieke economische wetenschap gaat men uit van de rationaliteit van beleggers. Dit klassieke denken komt tot uitdrukking in de *Efficiënte Markthypothese* die stelt dat alle beschikbare informatie direct in de koersen verwerkt wordt en dat markten efficiënt zijn.

De laatste jaren raakt men er steeds meer van overtuigd dat beleggen niet alleen een rationeel proces is. Koersen kunnen enorm fluctueren doordat beleggers zich in belangrijke mate door emoties laten leiden. De psychologische effecten hiervan zijn op de lange termijn minder bepalend maar kunnen op korte termijn felle koersbewegingen veroorzaken.



Analisten blijken in hun voorspellingen heel goed (maar met vertraging) aan te geven wat er net gebeurd is maar niet wat er in de toekomst gaat gebeuren...

Behavioral Finance analyseert het beslissingsproces van beleggers en de invloed van menselijk gedrag op de effectenmarkten. Behavioral Finance is een relatief nieuwe richting binnen de financiële economie en gaat er van uit dat emoties, zoals hebzucht en vrees, een grote rol spelen. Beleggers zijn niet zo rationeel als de klassieke modellen ons doen geloven en de markten zijn niet altijd zo efficiënt. Niet iedereen redeneert logisch en dat leidt tot andere koersen dan volgens een 'foutloos' beslissingsproces zou mogen worden verwacht.

Uit Behavioral Finance studies blijkt dat een belegger uiterst vatbaar is voor allerlei psychologische valkuilen ('biases of judgement'). Zo hebben we een systematische voorkeur voor datgene wat ons idee bevestigt ('confirmation bias') en lijkt het verleden achteraf altijd verdacht voorspelbaar ('hindsight bias'). Ook zijn mensen geneigd hun opinie en gedrag aan te passen aan die van anderen. Zij kijken vooral naar wat de massa doet en wat dichtbij en bekend is. Dit kuddegedrag komt voort uit de perceptie dat als veel beleggers iets doen het wel goed moet zijn. Zo ontstaan trends die niets te maken hoeven te hebben met fundamentele gegevens van een bedrijf, een sector, de markt of de rente. Vaak wordt negatieve informatie zelfs niet opgemerkt, tot uiteindelijk een overdrijving ontstaat en de trend omslaat. Vooral bij beurscrises is sprake van kuddegedrag.

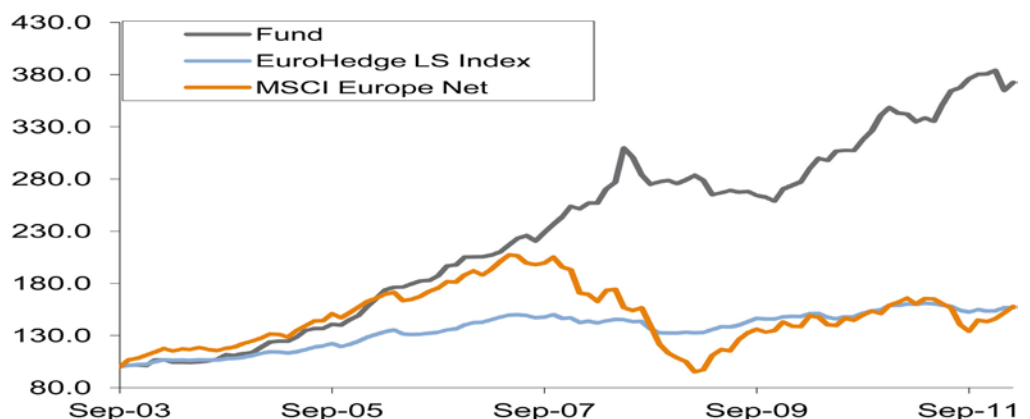
'Mensen gedragen zich niet rationeel en doen dat op een voorspelbare manier'
Daniel Kahneman

Analisten eerder trendvolgers dan voorspellers

Maar ook professionals, zoals analisten, vervallen steeds weer in hetzelfde patroon. Beleggingsadviezen en rapporten van de door hen gevolgde ondernemingen borduren meestal voort op de conclusies van het voorlaatste rapport. Mee- of tegenvallers worden daarom vaak eerst nog incidenten genoemd en het structurele karakter van een zich wijzigende ontwikkeling van de bedrijfsresultaten wordt aanvankelijk onvoldoende onderkend. Winstvoorspellingen van analisten lijken eerder een trend te volgen dan dat ze een grote voorspelkracht hebben. Dergelijke gedragingen zorgen voor foutieve waarderingen op de aandelenbeurzen maar dat biedt mogelijkheden voor beleggers die hier rekening mee houden.

Fundanalyse

Het JPMorgan Europe Dynamic Long Short fonds heeft een beleggingsmodel ontwikkeld waarmee beleggingsbeslissingen genomen worden op basis van Behavioral Finance. De toepassing hiervan is succesvol gebleken en de resultaten zijn consistent.



De resultaten van het Europe Dynamic Long Short Fund zijn na kosten en worden vergeleken met de MSCI Europe index na herbelegging van dividend en een vergelijkbare long/short index.

Ook in neergaande markten tot dusver goede resultaten

De fundmanagers geloven dat irrationeel gedrag van beleggers tot prijsafwijkingen leidt die deels verklaren waarom goedkope aandelen (waardeaandelen) in de loop van de tijd vaak beter presteren dan dure. Op langere termijn zal de ontwikkeling van de winstgevendheid van een onderneming vaak terugkeren in de richting van een bedrijfstakgemiddelde ('mean reversion'). In het fonds kopen zij laag gewaardeerde aandelen waarvan de eerste positieve winstbijstellingen zichtbaar zijn en waar al sprake is van een begin van een koersherstel. Tegelijkertijd worden shortposities genomen in aandelen van bedrijven waarvan de verwachtingen juist neerwaarts worden bijgesteld.

Profiteer van hypes, maar doe er niet aan mee'
Warren Buffett

Het Europe Dynamic Long Short fonds heeft sinds de aanvang in 2003 een jaarlijks gemiddeld rendement van ruim 16% laten zien. In de crisisjaren 2008 en 2011 behaalden ze een positief rendement van respectievelijk 8% en 10%. Als toevoeging in de portefeuille is het fonds mede interessant omdat het nauwelijks correleert met gewone aandelenbeleggingen, niet in goede jaren en ook niet in slechte jaren. Sinds de start liet het fonds bij een dalende aandelenmarkt in 70% van de tijd juist een positief resultaat zien.

Philipse & Co, opgericht in 1987, is één van de grootste onafhankelijke vermogensbeheerders in Nederland. Ruim 25 jaar zijn wij vermogensbeheerder voor particulieren en stichtingen. Door de partnershipstructuur zijn wij volledig onafhankelijk in ons beleggingsbeleid en is continuïteit gewaarborgd. Onze all-in fee omvat alle beheer- en bancaire kosten. Eventuele vergoedingen van fondsbeheerders worden volledig teruggegeven.