

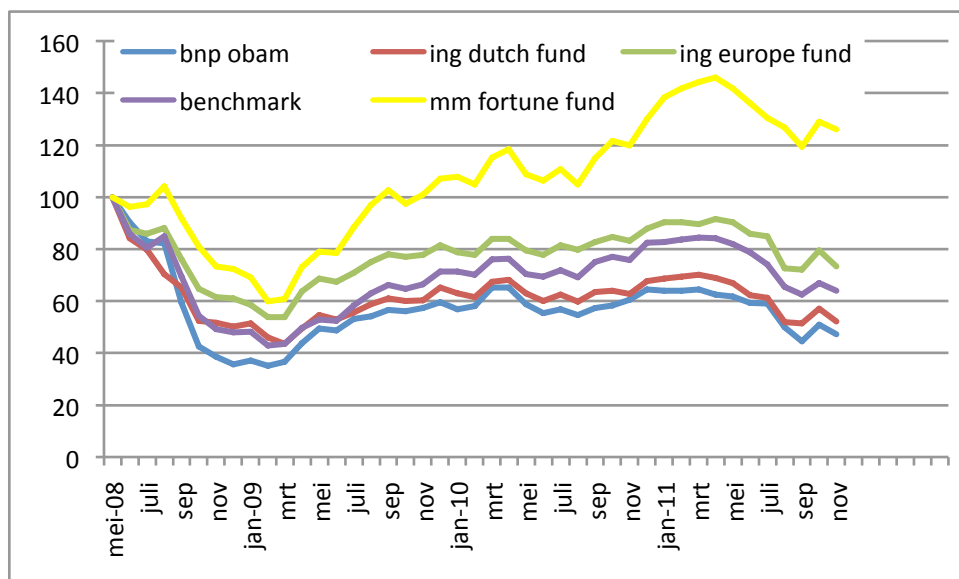
MAANDBERICHT VAN HET MM FORTUNE FUND

Resultaat per 30 november 2011

Participatiewaarde	31.499 EUR
Fondsvermogen	8.791.965 EUR
Rendement november 2011	-/- 2,33 %
Rendement 2011	-/- 2,25 %
Rendement benchmark 2011	-/- 22,51 %
Cumulatief rendement sinds oprichting*	26,00 %
Cumulatief rendement benchmark sinds oprichting**	-/- 36,15 %
Gemiddeld rendement per jaar sinds oprichting	7,43 %

\* Oprichtingsdatum fonds: 1 mei 2008

\*\* Benchmark: de som van 60 % van AEX index en 40 % van AMX index, exclusief dividend



## TOELICHTING.

### FONDS PERFORMANCE.

Het fonds boekte over de maand november 2011 een beleggingsresultaat van +/- 2,33 %. Vanaf de oprichtingsdatum (mei 2008) bedraagt het cumulatieve rendement 26 % en 7,43 % op jaarbasis.

### ONTWIKKELINGEN AFGELOPEN MAAND.

Als dit maandbericht enkele dagen geleden geschreven had moeten worden, dan waren de getallen heel anders geweest. In enkele dagen maakten de aandelenbeurzen een forse draai waarmee een hoop koersverlies werd goedge maakt. Het is een tekenend voorbeeld van de stemming onder beleggers en speculanten. Uitslagen per dag van 2 % of meer zijn eerder regelmaat dan uitzondering geworden.

Het fonds wist de maand met een beperkt verlies af te sluiten ondanks enkele zeer slecht presterende aandelen in de portefeuille. De aanzienlijke verliezen op onze posities in Commerzbank, Alcatel en Air France konden we grotendeels compenseren met de gerealiseerde winst op geschreven kortlopende call opties op de AEX index met de portefeuille als dekking. Onze positie in de achtergestelde NIBC lening had te leiden onder het weg met de banken klimaat; de koers daalde ruim 20 %.

Niet alles was kommer en kwel in de portefeuille: onze posities in bijvoorbeeld EADS, Rolls Royce, R. Dutch, Vivendi en Ahold stegen in de verslagmaand in waarde. Ook het besluit om de cashpositie gedurende de maand grotendeels aan te wenden om nieuwe posities in te nemen droeg bij aan het resultaat.

De genoemde drie slecht presterende aandelen hebben het fonds dit jaar relatief en absoluut veel verlies opgeleverd. Beleggers hebben het vertrouwen in deze bedrijven opgezegd. Achteraf ware het natuurlijk beter geweest om hier de beurswijsheid "cut your losses" toe te passen, maar dat heb ik niet gedaan. Enige toelichting is op z'n plaats. In het geval Air France meldde ik al in het vroege voorjaar dat een eventuele koersopleving zou worden aangewend om afscheid te nemen. Het aandeel was weliswaar goedkoop op basis van een aantal parameters maar met name de telkenmale terugkerende "tegenvallers" zorgden voor afnemend vertrouwen. Ik moet toegeven dat bij een koers van ca. 8 euro, overeenkomend met een marktwaarde van ca. 2 miljard, ik mij niet kon voorstellen dat het nog veel lager zou kunnen. Welnu, de koers staat op ca. 4 euro. Het is bij deze koers verstandiger om AF op te kopen dan nieuwe vliegtuigen te bestellen bij Boeing of Airbus. Voor ca. 1 miljard heb je de hele vloot binnen en dat zonder levertijd van enkele jaren! Misschien tegen beter weten in, maar op deze prijzen weiger ik om afscheid te nemen.

Het besluit om mee te doen met de herkapitalisatie van de Commerzbank pakt ronduit dramatisch uit. De marktwaarde van deze bank was voor de herkapitalisatie ca. 7,5 mld waarmee al een fors disagio was verdisconteerd. Er is voor 11 mld. nieuw kapitaal opgehaald. Ondanks stevige gerealiseerde stroppen op onder meer Griekse leningen heeft de bank dit jaar per saldo nog geen verlies gepubliceerd. Per heden bedraagt de marktwaarde nog 6,5 mld. ... Alcatel, een kwetsbaar bedrijf in turnaround fase, beweerde tot voor kort dat de turnaround succesvol was. Bij de kwartaalcijfers die deze maand gepubliceerd werden moest het management toegeven dat men de ontwikkelingen voor het lopend jaar te optimistisch heeft ingeschat. Voor mij een reden om in principe afscheid te nemen van dit bovengemiddeld risicovolle bedrijf. Ik besloot rechtstreeks contact op te nemen met het management om wat meer toelichting te krijgen op de plotselinge omslag van de verwachtingen. De uitleg stemde mij zodanig gerust, dat ik besloot om de positie aan te houden, en sterker nog, de neiging had

om bij te kopen. Het blijven zitten blijkt vooralsnog een dure beslissing te zijn, nadien zijn de aandelen nog eens met zo'n 30 % in waarde gedaald. Met een marktwaarde van ca. 2,5 mld. en een te verwachten opbrengst van 1 mld. uit hoofde van de verkoop van een relatief klein onderdeel wordt het bedrijf gewaardeerd op 1,5 mld. Volgens insiders is alleen de waarde van de patentportfolio al een veelvoud van dit bedrag.

Maar goed, wat is waarde als er geen of onvoldoende winst mee kan worden gerealiseerd. Dit geldt op dit moment voor alle drie. Bovendien is het huidige beursklimaat vernietigend voor alles waaraan bovengemiddeld risico kleeft.

Ondanks deze missers is het jaarverlies van het fonds met 2 % beperkt en aanzienlijk beter dan het marktgemiddelde.

Beleggers, maar inmiddels ook de gewone man in de straat, maken zich grote zorgen over de toekomst van de eurozone en het voortbestaan van de euro. Tekenend is het feit dat aandelen als R. Dutch en Nestle in toenemende mate gezien worden als veilige haven in plaats van staatsleningen.

In het vorige maandbericht mijmerde ik over de mogelijke consequenties van de door overheden opgelegde eis dat banken op hun beleggingen in staatsleningen een hoger bufferkapitaal moeten aanhouden. De aangestipte mogelijkheid dat banken zich als gevolg hiervan noodgedwongen zullen terugtrekken als financiers van overheden is inmiddels werkelijkheid geworden. Naast de usual suspects als Italië en Spanje, bleek zelfs Duitsland deze maand moeite te hebben om een lening geplaatst te krijgen. Banken bouwen versneld posities in staatsleningen af en zijn ternauwernood nog bereid om nieuwe posities op te nemen. Staten zullen zich meer en meer rechtstreeks tot het publiek moeten wenden om hun schulden geherfinancierd te krijgen.

Hoe zal het verder gaan met ons in Europa? Op 9 december is er weer een zoveelste top met alle Europese leiders. Wat deze gaat brengen weet ik niet, maar dat de uitkomst een grote impact zal hebben op markten lijkt een zekerheid.

Rijswijk, 30 november 2011

MM Fortune Fund Management BV

Michiel Goris