



MM FORTUNE FUND

Halfjaar bericht 2010

MM Fortune Fund

Benoordenhoutseweg 23
2596 BA Den Haag
www.mmfortunefund.nl

Bewaarder

Stichting Bewaring MM Fortune Fund

A.Q. Blomaard
P. Buis

Beheerder

MM Fortune Fund Management BV

M. Goris

Accountant

Stolk & Partners

Bankier

ABNAMRO

Adviesraad

J. Mulder
L.P. van Rhijn

Inhoudsopgave

Halfjaar bericht 2010 MM Fortune Fund

Profiel.....	3
Kerncijfers.....	4
Verslag Beheerder.....	5

Profiel

Het MM Fortune Fund is een semi-open-end long equity beleggingsfonds voor gemene rekening, opgericht op 1 april 2008 en gevestigd te Den Haag.

Het fonds belegt louter in beursgenoteerde effecten. Het fonds voert een dynamisch beleggingsbeleid en stelt zich tot doel om effecten te selecteren met aantrekkelijke risico-rendementsverhoudingen.

Het fonds heeft als doelstelling vermogensgroei te realiseren door te investeren in een breed scala van beursgenoteerde beleggingsinstrumenten en gebruik te maken van verschillende beleggingstechnieken. Het fonds heeft de mogelijkheid om gebruik te maken van derivaten en effectenkrediet. Het fonds kent geen beleggingsdwang. Indien er zich geen of onvoldoende beleggingsmogelijkheden voordoen die aan de criteria van de beheerder voldoen kan het fonds gedeeltelijk liquide zijn.

Het fonds kiest bewust voor een beperkte spreiding, zowel in aantal posities als in sectoren. Het fonds focust op een beperkt aantal ondernemingen. Het fonds zal veelal tussen de 15 en circa 30 aandelen in portefeuille houden. Het belegt haar middelen vooral in beursgenoteerde ondernemingen in de Benelux, maar neemt ook belangen in op andere beurzen genoteerde ondernemingen. Het fonds belegt niet in zogeheten opkomende markten.

Voor een uitgebreide beschrijving van het beleggingsbeleid en de risico's van het fonds verwijzen wij naar de brochure en het prospectus van het fonds op www.mmfortunefund.nl

Het fonds streeft naar een jaarlijkse outperformance van minimaal 2 % na aftrek van alle kosten van een samengestelde index, bestaande uit 60% van de AEX en 40 % van de AMX index. Er bestaat geen enkele garantie dat de nagestreefde doelstelling wordt bereikt. Het fonds kent een hoog risicoprofiel en richt zich op vermogende beleggers met een lange (>10 jaar) beleggingshorizon. Beleggers worden verondersteld slechts een beperkt deel van hun vermogen in het fonds te beleggen.

De managementfee bedraagt 0,085 % per maand. Naast de vaste managementfee kent het fonds een performancefee. De performancefee bedraagt 15 % over de gerealiseerde outperformance, mits er sprake is van een absoluut positief resultaat.

Kerncijfers

		30 juni 2009	30 juni 2010
Eigen vermogen	€	3.106.521	4.988.373
Geplaatste participaties		158,13	187,60
Waarde per participatie	€	19.645	26.590
Rendement van het fonds	%	8,70	-/- 0,75
Rendement van de benchmark	%	10,90	-/- 2,80
Inkomsten	€	45.266	70.488
Kosten	€	20.142	45.156
Waardeveranderingen	€	203.090	-/- 75.395
Totaal beleggingsresultaat	€	223.232	-/- 50.163
Kostenratio *	%	1,53	1,77

De benchmark, zijnde de som van 60 % van de AEX en 40 % van de AMX index is per 15 mei 2008 vastgesteld op 568,26 punten.

* De kostenratio of TER (Total Expense Ratio) is berekend over het gemiddelde fondsvermogen.

Verslag van de beheerder

Terugblik

BELEGGINGSRESULTAAT EERSTE HALFJAAR 2010: -/- 0,75 %

Beleggingsresultaat eerste halfjaar 2010

Index	Land	Verandering
DAX	Duitsland	0,00 %
CAC 40	Frankrijk	-/- 12,90 %
S&P 500	Ver. Staten	-/- 7,60 %
China Sjanghai	China	-/- 26,75 %
AEX	Nederland	-/- 5,50 %
MM Fortune Fund		-/- 0,75 %

De aandelenmarkten kenden over het algemeen een zwak eerste halfjaar. In lokale valuta boekten de meeste markten een negatief resultaat. Door de forse koersdaling van de euro ten opzichte van nagenoeg alle overige valuta, zag de eurobelegger zijn niet eurobeleggingen ondanks lokale koersverliezen in waarde stijgen. Wij concentreren ons op de eurozone en profiteerden dan ook nauwelijks van de gedaalde euro.

Relatief gezien boekte ons fonds een gunstig resultaat.

Na een aanvankelijk positief begin draaide het sentiment van de markt vanaf de maand mei. Uiteindelijk zag het fonds de totale opgebouwde winst voor dit jaar in circa 6 weken tijd volledig verdampen, sterker nog: het boekte zelfs een gering negatief resultaat. Relatief gezien deed het fonds het niet onaardig. Nagenoeg alle Europese beurzen boekten verlies, waarbij de beurs van Madrid koploper was met een verlies van ruim 20 %.

De laatste twee maanden wordt het sentiment beheerst door angst. Angst voor de schuldenproblematiek van diverse landen, angst voor wegwijnend vertrouwen in de euro en angst dat we in de westerse wereld weer in een recessie/depressie belanden als gevolg van geforceerde bezuinigingen van overheden. In dit soort markten is er altijd weer sprake van een vlucht naar vermeende veiligheid. De markt zag aldus de rendementen op langjarige Duitse (en in mindere mate Amerikaanse) staatsleningen dalen tot ongekend lage niveaus.

Daarentegen zagen landen waarvan de kredietkwaliteit als meer twijfelachtig wordt gekwalificeerd de rente op hun staatsleningen fors stijgen, hoewel in historisch perspectief gezien nog immer gematigd qua absolute hoogte. Relatief veilige aandelen als Nestle, Unilever, Ahold en dergelijke hadden weinig last van de draai in het sentiment. Financiële fondsen, industriële fondsen en in het algemeen meer conjunctuurgevoelige fondsen daalden relatief fors in waarde.

Daarbij zorgde het drama rond BP voor een afwaardering van oliemaatschappijen en toeleveranciers aan de offshore olie-industrie, zoals in ons geval SBM-Offshore.

De dalende rente heeft ook zijn invloed op de waardering van levensverzekeraars. Hoewel op korte termijn aanzienlijke boekwinsten worden gerealiseerd als gevolg van de waardestijging van de obligatieportefeuilles van de verzekeraars, zijn de lange termijn effecten van een structureel lage rente voor verzekeraars (en ook pensioenfondsen) zeer nadelig. Denkt u hierbij aan het feit dat veel verzekeraars polissen hebben afgesloten met een minimum garantierendement. Met de dalende rente wordt het onmogelijk om zelfs het lage garantierendement te behalen zonder risico te nemen. De markten waarden deze levensverzekeraars inmiddels met een fikse korting op de boekwaarde. Zo wordt Delta Lloyd gewaardeerd op ca. 14 per aandeel terwijl de boekwaarde per aandeel ca. 25 bedraagt.

Mocht de rente gedurende een reeks van jaren structureel op de huidige niveaus blijven, dan hebben deze verzekeraars inderdaad een probleem.

Dit brengt mij op het huidige rentebeeld en mijn verwachtingen hieromtrent. Ik blijf mij verbazen over het feit dat beleggers momenteel genoeg nemen met een rente op "goede" staatsleningen van gemiddeld zo'n 2 % (gewogen gemiddelde van 1 tot en met 10 jaars leningen). In mijn optiek is een dergelijke vergoeding onvoldoende als compensatie van het inflatierisico, het insolventierisico en voor de beloningscomponent. Dit temeer daar er eigenlijk geen goede westerse staatsleningen bestaan. Zeker in Europa zien we dat de euro ervoor zorgt dat we met handen en voeten aan elkaar gebonden zijn en dus ook de lusten en lasten gemeenschappelijk moeten delen. Daarbij komt dat grote delen van de staatsschuld van de mediterrane landen in handen is van banken, verzekeraars en pensioenfondsen in Duitsland, Nederland en Frankrijk. Hun probleem is ons c.q. uw probleem!

Deze zeer lage rentevergoeding is met name tot stand gekomen door een combinatie van vluchtgedrag naar vermeende veiligheid en een centrale bank die bereid is onbeperkt geld in het systeem te pompen. Zo worden stelselmatig Griekse staatsleningen opgekocht door de ECB en zijn het met name Spaanse, Griekse, Ierse en Portugese banken die voor hun funding in grote mate afhankelijk zijn geworden van de ECB. Deze banken kopen weer massaal lokale staatsleningen op, zodat de ECB indirect ook hier de overheidstekorten financiert. Ik verwacht niet dat de Grieken volledig zullen terugbetalen. Een schuldsanering komt eraan, maar zal pas tot stand komen als een behoorlijke portie van de Griekse schulden is overgeheveld van banken, verzekeraars en pensioenfondsen naar de ECB. De ECB draait dan op voor een aanzienlijk deel van het verlies. Net zoals in Amerika de FED opdraait voor het leeuwendeel van de verliezen die worden gerealiseerd in de hypotheekmarkt.

Is dat erg?

Die vraag is lastig te beantwoorden. Zolang we met z'n allen geloof blijven behouden in de waarde van de munt (lees € en \$) is het geen probleem. Een centrale bank met een negatief eigen vermogen (als gevolg van het moeten afwaarderen van oninbare vorderingen) is in principe ook geen enkel probleem. Immers, door het zelf kunnen creëren van geld is de bank aan geen enkele partij iets verschuldigd, behoudens schulden in andere valuta. Doordat het toezicht op centrale banken veel diffuser is dan die op commerciële banken, is er letterlijk meer tijd om de verliezen geleidelijk in de tijd te verantwoorden. De winsten van de centrale banken zijn aanzienlijk (de FED boekte in 2009 een winst van ca. 50 mld \$) en kunnen, mits in de tijd gespreid, heel wat verliezen opvangen.

Op dit moment moet de conclusie luiden dat geld door het beleid van de centrale banken geen schaars goed is. Dientengevolge is de rente ook laag. Op het moment dat centrale banken stoppen met het opkopen van allerlei bedorven financiële producten en vorderingen zal geld weer een schaars goed worden en zal er een genormaliseerd prijskaartje (lees: rentevergoeding) aanhangen. Wanneer dit zal gebeuren is een slag in de lucht. De markt rekent op een langdurige periode van zeer lage rente, anders zijn de koersen van 10 jarige staatsleningen en bijvoorbeeld de koersen van verzekeraars niet te verklaren. Het zou mij niet verbazen indien de centrale banken het huidige beleid nog enkele jaren proberen vol te houden. Niettemin verwacht ik dat de 10 jarige rente snel kan oplopen richting de 3,50 % zodra de overtuiging in de markt postvat dat de westerse economieën niet in een tweede recessie zullen terugzakken.

Cijfers en feiten

Participaties.

Het aantal geplaatste participaties groeide met ruim 18 %. De eerste zes maanden van het jaar ontvingen we circa €700.000,- aan nieuw geld. Er vonden geen onttrekkingen plaats.

Fondsvermogen.

Het fondsvermogen groeide door een combinatie van nieuw toevertrouwde middelen en positieve koersresultaten ten opzichte van 30 juni 2009 met ruim 60 %.

Kosten.

Het totaal aan geboekte kosten bedroeg afgerond €45.000,-. Hierin begrepen zijn circa €5.000,- aan rentelasten, bewaarloon en overige bankkosten. De managementfee bedroeg ruim €25.000,- De betaalde effectenprovisie bedroeg ca. €7.000,- De overige kosten (ca. €8.000) hebben hoofdzakelijk betrekking op accountantskosten en kosten voor publicatie van het jaarverslag. Naar verwachting zal de kostenratio in het tweede halfjaar dalen. Behoudens de maandelijks managementfee en bankkosten verwachten wij voor de rest van het jaar geen overige kosten meer te hoeven maken.

Inkomsten.

De inkomsten bestaan hoofdzakelijk uit dividenden op aandelen (ca. €48.000,-) en ontvangen rente op obligatiebeleggingen (ca. €22.000,-).

Beleggingen.

De belangrijkste mutaties in de beleggingsportefeuille gedurende de verslagperiode waren:

- verkoop van onze positie in perpetuele leningen van Aegon;
- verkoop van onze positie in Verbio;
- verkoop van onze positie in TomTom;
- verkoop van onze positie in Glaxo;
- koop van een perpetuele lening van ASR;
- koop van aandelen Royal Dutch in combinatie met lange call en put-opties op Royal Dutch;
- koop van aandelen Pfizer in combinatie met het schrijven van puts op Pfizer;
- koop van aandelen Alcatel-Lucent;

Daarnaast vonden diverse kleinere transacties plaats, zowel op het vlak van aandelen als derivaten.

Fondsmanagement.

In goed overleg hebben Mark van der Kallen en ik besloten dat het voor het fonds beter is als Mark terugtreedt als directeur van MM Fortune Fund Management BV. Mark is recentelijk veel in het nieuws geweest. Dit nieuws was niet in alle gevallen onverdeeld positief en zou mogelijk de beeldvorming van participanten en potentiële participanten van het MM Fortune Fund negatief kunnen beïnvloeden. Hoewel de werkelijkheid altijd genuanceerder is dan de media doen voorkomen zijn Mark en ik het erover eens dat het fonds niet gebaat is met publiciteit waarop het fonds geen enkele grip heeft.

In de participantenvergadering van 21 mei jl. is dit medegedeeld en geformaliseerd.

Ik heb besloten om geen vervanger voor Mark te benoemen, maar een adviesraad in te stellen waarop het bestuur van de stichting bewaring MM Fortune Fund en ik vrijblijvend een beroep kunnen doen. Het doet mij genoegen dat ik de heren Jan Mulder en Leonard van Rhijn bereid heb gevonden om zich hiervoor beschikbaar te stellen. Zowel Jan als Leonard kunnen bogen op ruime ervaring in het beleggingsvak.

Vooruitzichten

Angst en twijfel zijn stevig verankerd bij beleggers, zeker voor wat betreft de westerse markten. Deze markten zijn ons speelveld. Gerelateerd aan de rentestand is de aandelenmarkt momenteel uiterst aantrekkelijk geprijsd. De risicovergoeding ligt historisch gezien op een zeer hoog niveau. Ook de meer klassieke wijze van waardering, die van de koers/winstverhouding, geeft aan dat de aandelenmarkten niet overgewaardeerd zijn. Zelfs bij een kwakkelende economie zoals die van Japan gedurende het afgelopen decennium, is de aandelenmarkt aantrekkelijk geprijsd, zeker afgezet tegen het alternatief van een rentevergoeding van 2 %. Mocht de recente verzwakking van de euro en ook het Engelse pond ten opzichte van andere valuta een meer structureel karakter krijgen, dan is onze portefeuille met een zwaar accent op de Europese exportindustrie (ondermeer: BMW, EADS, Siemens, Draka, AMG, Rolls Royce, Alcatel-Lucent, Solarworld en SBM Offshore) uitstekend gepositioneerd om hiervan te profiteren.

Het fonds blijft derhalve vol belegd, houdt vooralsnog vast aan het beleid om slechts beperkt te beleggen in meer risicomijdende aandelen en blijft zich focussen op de zoektocht naar “turn-around” bedrijven en ondergewaardeerde ondernemingen met bovengemiddeld koerspotentieel.

Den Haag, juli 2010

MM Fortune Fund Management BV

Michiel Goris

Samenstelling portefeuille

Tien grootste posities (per 30-06-2010)

Aandeel	Weging
Royal Dutch Shell	7,70 %
10 % ASR obligatie	6,50 %
DSM	5,40 %
Siemens	5,20 %
Alcatel-Lucent	4,70 %
BMW	4,50 %
General Electric	4,40 %
EADS	4,40 %
Swiss RE	4,00 %
AKZO	3,90 %

Weging per sector (per 30-06-2010)

Sector	Weging
Energie	11,20 %
Industrie	30,20 %
Telecom	3,60 %
Detailhandel	2,00 %
Duurzame energie	3,30 %
Transport	2,90 %
Automobiel	4,50 %
Financiële dienstverlening*	23,20 %
Zakelijke dienstverlening	4,20 %
Farmacie	2,50 %
Chemie	9,30 %
Overige	3,10 %

* hiervan is circa de helft geïnvesteerd in perpetuele en/of achtergestelde leningen van financiële instellingen.

Portefeuilleoverzicht

Aantal effecten	Fonds	Koers 30-06-2010	Waarde 30-06-2010 in €
35.370	Aegon	4,43	156.689
10.000	Ahold	10,16	101.650
15.000	Air France	9,82	147.360
4.500	Akzo	43,00	193.522
110.000	Alcatel-Lucent	2,12	233.420
10.000	AMG	7,07	70.740
20.000	Ascent	2,73 \$	44.834
7.000	Belgacom	25,86	181.055
15.000	Binck Bank	10,27	154.050
7.860	BMW	28,70	225.621
14.169	Crop Energies	3,70	52.439
8.781	Delta Lloyd	13,91	122.187
16.000	Draka	11,44	183.040
8.156	DSM	32,85	267.924
13.000	EADS	16,87	219.310
15.000	Gen. Electric	14,48 \$	177.612
30.000	Norsk Hydro	30,00 NOK	113.975
12.900	Ordina	2,86	36.868
10.000	Pfizer	14,26 \$	117.094
25.888	Rolls Royce	5,62 GBP	179.851
18.521	Royal D. Shell	20,75	384.310
14.792	SBM Offshore	11,80	174.619
3.500	Siemens	74,18	259.630
15.000	SNS	3,60	53.880
7.500	Solarworld	9,22	69.180
6.000	Swiss Re	44,71 CHF	202.559
15.000	USG	11,63	174.450
300.000 nom.	10% ASR	107,69	323.070
300.000 nom.	7,5 % NIBC	56,10	168.300
100	Call AMG	0,70	7.000
50	Call DSM 40	2,13	-/- 10.650
200	Call RD 19	2,25	45.000
200	Call RD 25	0,11	-/- 2.200
400	Call RD 20	2,13	85.200
50	PutRD 24	5,40	-/- 27.000
100	Put Pfizer 17,50	3,90 \$	-/- 32.000
75	Put Pfizer 15,00	1,83 \$	-/- 11.267