



IBS
capital
allies



4^e kwartaalverslag 2018 & visie





Resultaten per asset categorie

- Op 20 september feliciteerde Donald Trump de VS met de nieuwe recordstand van de S&P 500. Dat was precies op de top. Vanaf dat moment daalde de S&P 500 met 20%. Wij overwegen Donald Trump als contraire indicator in te zetten.
- 2009 tot en met 2017 bleek een evenaring van het record gedurende de periode 1991 tot en met 1999. Ook toen behaalde de S&P 500 negen jaar achtereen een positief rendement. Een tiende jaar zat er deze keer niet in.
- Het vierde kwartaal van 2018 was tevens een van de slechtste kwartalen ooit voor de wereldwijde beurzen. De stijgende rente en de handelsoorlog tussen Trump en China werden aangewezen als de voornaamste oorzaken van deze beurscorrectie.
- Toch kwam de correctie voor veel beleggers onverwacht. Want de economieën wereldwijd draaien toch goed? En met name in de VS groeien de bedrijfswinsten nog altijd fors. Maar zoals wij later aantonen heeft een beurs geen recessie nodig om flink onderuit te kunnen gaan.
- Voor beleggers in overheidsobligaties was de aandelencorrectie een geschenk uit de hemel. De lange rente daalde waardoor de overheidsobligatie-indices 2018 toch nog positief konden afsluiten.
- Bedrijfsobligaties hadden minder geluk. De oplopende credit spreads (risico-opslag) zorgden ervoor dat het positieve effect van de dalende rente ruimschoots teniet werd gedaan.
- Tenslotte viel ons in het vierde kwartaal de enorme daling van de olieprijs op. Wij onthullen in dit verslag onze gedachten hierover.

Rendementen (in euro)

Aandelen	Q3 2018	Q4 2018	2018
MSCI Wereld	4,8%	-11,4%	-4,8%
MSCI Europa	1,4%	-11,3%	-10,1%
MSCI Noord-Amerika	7,7%	-12,5%	-0,5%
MSCI Japan	4,5%	-13,6%	-8,8%
MSCI Azië Pacific	-0,8%	-7,7%	-9,6%
MSCI Emerging Markets	-0,4%	-6,3%	-10,3%
Obligaties			
Citigroup EuroBIG Index	-0,8%	0,9%	0,5%
Overheidsobligaties	-1,0%	1,3%	0,8%
Bedrijfsobligaties	-0,1%	-0,4%	-0,9%
Inflation-linked obligaties	-1,7%	0,4%	-1,5%
Alternatieven			
Vastgoed (aandelen)	-0,3%	-3,1%	-0,9%
Grondstoffen	1,9%	-21,9%	-9,5%
Emerging Market Debt	2,8%	1,9%	0,6%
High Yield Debt	1,5%	-3,9%	-5,5%
Liquiditeiten			
Euribor 3 maanden	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Inflatie (op jaarbasis)			
Inflatie Eurozone	2,1%	1,9%	1,9%

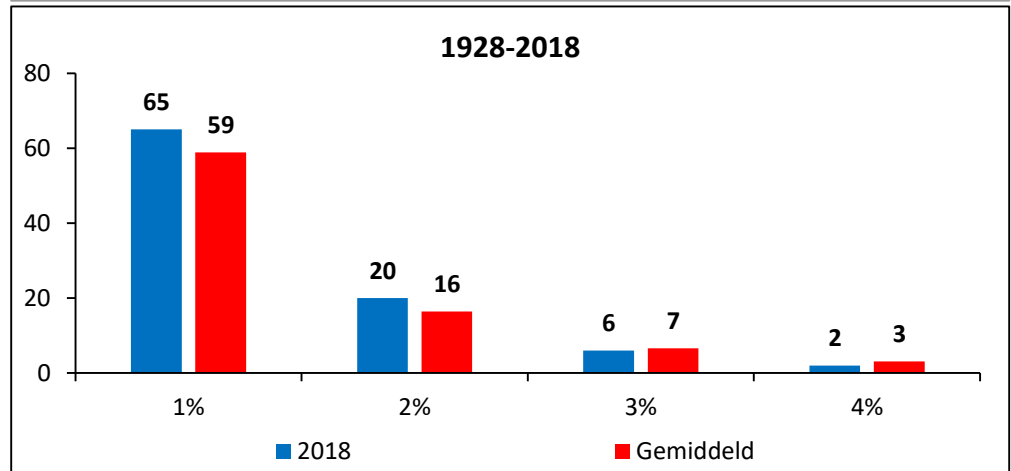


Was 2018 een uitzonderlijk jaar?

- En ineens was volatiliteit weer terug.
- Veel beleggers schrokken van de koersbewegingen in 2018. Vooral na het extreem rustige jaar 2017.
- 2018 telde 65 dagen waarin de Amerikaanse beurs een beweging liet zien van plus of minus 1%.
- Gedurende 20 dagen steeg of daalde de beurs met 2%.
- Zes dagen lieten een uitslag zien van 3% en er waren twee dagen waarop de beurs met 4% fluctueerde.
- De grafiek hiernaast laat zien dat die uitslagen allemaal min of meer in de buurt lagen van het gemiddelde van de afgelopen 90 jaar.

- Als we de woelige jaren '30 uit het gemiddelde halen, wijzigt het beeld enigszins.
- De Amerikaanse beurs bleek in 2018 ongeveer dubbel zo volatiel te zijn geweest als haar historische gemiddelde van de afgelopen 78 jaar.
- Uit de tabel hiernaast blijkt tevens hoe bijzonder de jaren 2008 en 2017 waren.
- In 2017 waren er slechts 8 dagen waarop de beurs 1% bewoog. In 2008 waren dat er 134!
- In 2017 was er geen enkele dagelijkse koersschommeling van 2%, 3% of 4%.
- In 2008 wel. Respectievelijk 72, 42 en 28 dagen.

Was 2018 inderdaad zo'n volatiel jaar?



2008 en 2017 waren de echte uitschieters

1940 - 2018				
	2018	2017	2008	Gemiddeld
1%	65	8	134	49,2
2%	20	0	72	10,3
3%	6	0	42	3,2
4%	2	0	28	1,3



Correcties horen er nu eenmaal bij

- Als beleggers terugkijken in de historie, kunnen ze maar een conclusie trekken: elke vorige beurscorrectie was een kans om goedkoop aandelen bij te kopen.
- Toch worden ze bij elke volgende correctie weer zenuwachtig.
- Dat is best vreemd omdat beurzen bijna altijd corrigeren. De tabel hiernaast laat zien dat de Amerikaanse index in slechts 6,4% van alle handelsdagen een nieuw record vestigt.
- De laatste recordstand dateert van 20 september 2018. Dat betekent dat alle correcties die plaatsvonden voor 20 september 2018 hersteld waren. En uiteindelijk resulteerde dat herstel in een nieuwe recordstand voor de index.
- Zou de huidige correctie hierop een uitzondering vormen?

- Beurscrashes zijn onvermijdelijk en noodzakelijk.
- Als aandelen nooit zouden crashen, zou je op aandelen net zo weinig verdienen als op een spaarrekening.
- Uw spaarrekening wordt in een kwartaal nooit ineens 20% minder waard. Tenzij u eraan onttrekt natuurlijk.
- Volatiliteit is de prijs die de aandelenbelegger betaalt voor het hogere rendement dat hij of zij verdient.
- Jeremy Siegel schreef een boek getiteld ***Stocks for the Long Run***. Hierin stelt hij dat: *"Volatility scares enough people out of the market to generate superior returns for those who stay in."*

De beurs corrigeert bijna altijd

Percentage van alle handelsdagen tussen 1950 en 2018

Nieuwe recordhoogte	6,40%
0%-10% onder vorige recordhoogte	50,50%
10%-30% onder vorige recordhoogte	34,90%
30%+ onder vorige recordhoogte	8,20%

Correcties zijn onvermijdelijk en noodzakelijk



Morgan Housel 
@morganhousel

Volgen



The stock market fell because if it only went up there would be no risk and if there's no risk there's no return, and if there's no return people will sell, so the stock market fell. The end.

05:42 - 25 okt. 2018

448 retweets 1.725 vind-ik-leuks





Leidt een 'bear market' altijd tot een recessie?

- Iemand heeft ooit bedacht dat we pas van een 'bear market' mogen spreken als de index met 20% of meer daalt vanaf haar meest recente recordstand.
- Sinds 1929 zijn Amerikaanse aandelen 21 keer in een bear market beland.
- 11 keer viel zo'n bear market samen met een recessie.
- Negen keer was er geen sprake van een recessie. Van de huidige bear market weten we het nog niet.
- Gemiddeld daalde de S&P 500 Index met 42% als de bear market samenviel met een recessie. Zonder recessie bleef de bear market beperkt tot gemiddeld 29%.
- Maar in 100% van de gevallen herstelde de beurs.

- Beurscorrecties voorspellen is nagenoeg onmogelijk. Iedereen die claimt dat wel te kunnen, jukt.
- Maar beleggers kunnen wel weten wat ze mogen verwachten. Een verwachting drukt uit dat wat er in het verleden is gebeurd, zich in de toekomst zal herhalen. En als beleggers verwachten dat iets kan gebeuren, worden ze er niet door overvallen. Ze zijn er psychologisch op voorbereid.
- Verwacht elke zes en een kwart jaar dat u een kalenderjaar meemaakt waarin de koersen 20% of meer onderuitgaan. Verwacht elke vier en een kwart jaar dat een correctie gedurende dat kalenderjaar beperkt blijft tot 15%. En elke tweeënhalve jaar een kalenderjaar met een correctie van 5% tot 10%.
- Uiteraard zijn deze cijfers slechts gemiddeldes.

Bear markets zonder recessie

S&P 500: Bear Markets With No Recession: 1929-Present				
Bear Market Period	NBER Recession?	S&P Start	S&P End	% Change
May 2011 to Oct 2011	None	1370.6	1074.8	-22%
Jul 1998 to Oct 1998	None	1190.6	923.3	-22%
Aug 1987 to Oct 1987	None	337.9	216.5	-36%
Sep 1976 to Mar 1978	None	108.7	86.5	-20%
Feb 1966 to Oct 1966	None	94.7	72.3	-24%
Dec 1961 to Jun 1962	None	72.6	51.4	-29%
May 1946 to May 1947	None	19.3	13.8	-28%
Nov 1938 to Apr 1942	None	13.8	7.5	-46%
Jul 1933 to Mar 1935	None	12.2	8.1	-34%

Pension Partners THE ATAC ROTATION MANAGER @CharlieBilello

Wat mag een aandelenbelegger verwachten?

S&P 500 Intra-Year Drawdowns: 1950-2018*	
Drawdown Level	% of Years
>20%	15.9%
15% - 20%	14.5%
10% - 15%	23.2%
5% - 10%	39.1%
<5%	7.2%

*Peak-to-trough intra-year drawdowns

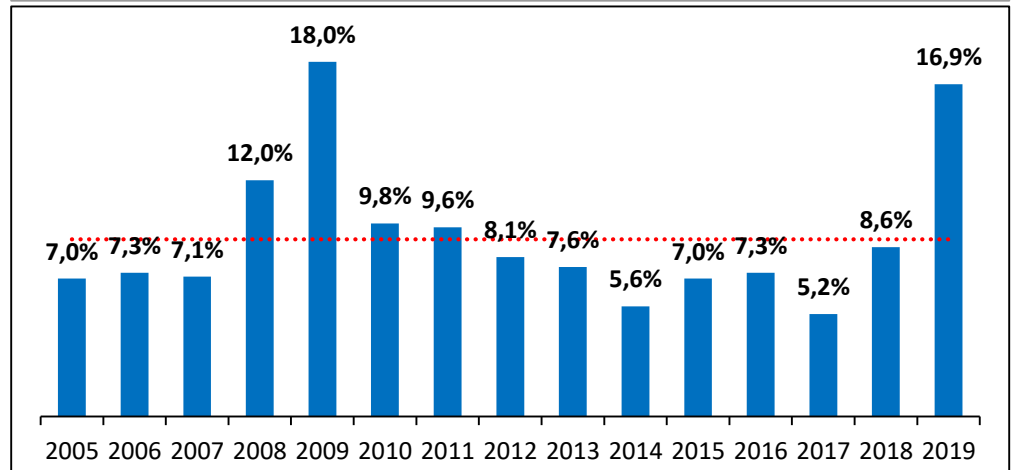


Voorspellen is zinloos

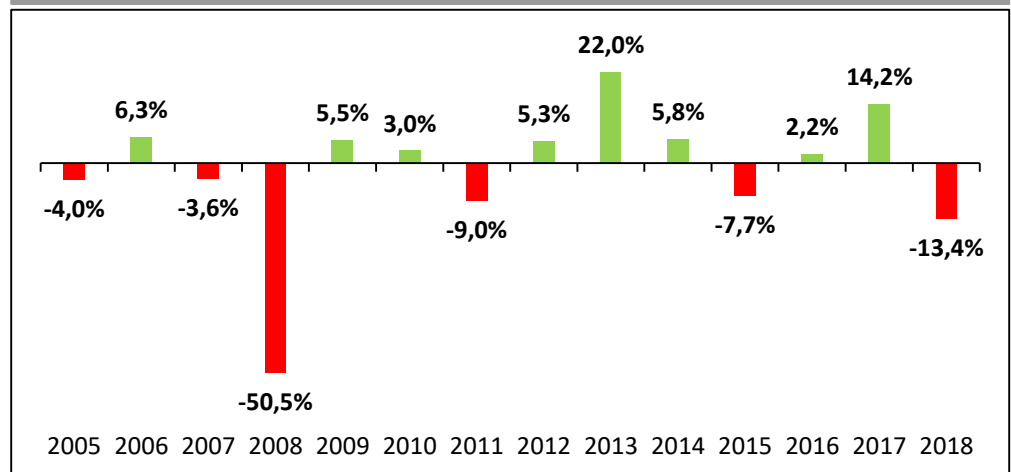
- Benjamin Graham zei ooit: *"Nearly everyone interested in common stocks wants to be told by someone what he thinks the market is going to do."*
- En ieder jaar zijn er voldoende goeroes die aan deze vraag willen voldoen.
- Elk jaar verzamelt Barron's de voorspellingen van de meest invloedrijke strategen van Wall Street.
- De grafiek hiernaast geeft een overzicht van hun verwachtingen voor 2005 tot en met 2019. De rode lijn geeft de gemiddelde verwachting, een stijging van 9%, weer.
- De eerste belangrijke observatie die we kunnen doen is dat niemand ooit voorspelt dat de beurs gaat dalen.

- De tweede belangrijke observatie is dat de strategen er altijd naast zitten.
- De grafiek hiernaast laat het verschil zien tussen het uiteindelijke rendement van de S&P 500 en de verwachtingen.
- Wanneer de staven groen zijn, betekent dit dat de Amerikaanse beurs harder opliep dan was voorspeld door de strategen. De rode staven geven aan dat de beurs minder snel opliep of zelfs daalde.
- Met name 2008 en 2018 laten zien hoe zinloos het voorspellen van de beurs is.
- In december 2007, schreef Barron's: *The dozen seers we've surveyed all have penciled in higher stock prices in 2008...On average, the group sees the S&P 500 at 1.640."*
- Uiteindelijk sloot de S&P 500 het jaar 2008 op een niveau van 903!

De beurs gaat altijd omhoog volgens de waarzeggers...



En ieder jaar zitten ze ernaast!



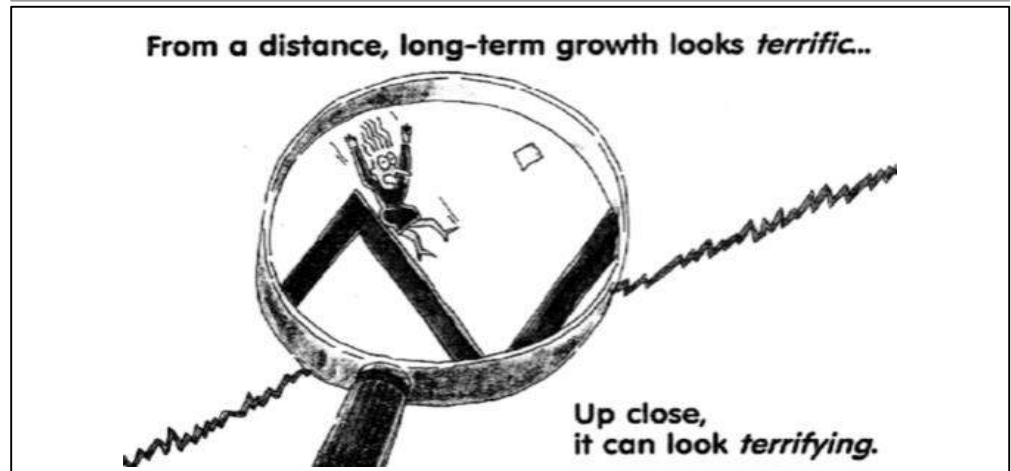


Perspectief is belangrijk

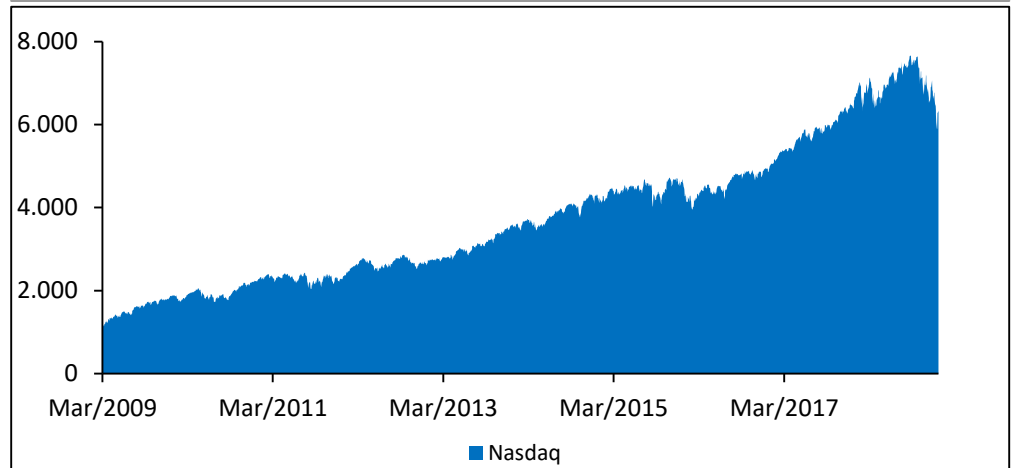
- Beurscorrecties kunnen bij beleggers leiden tot stress.
- Stress zorgt ervoor dat zij hun lange-termijn doelstellingen uit het oog verliezen. Stress wordt aangewakkerd door de volgende drie oorzaken:
 1. Het gevoel dat men de controle verliest over een situatie;
 2. Een gebrek aan de mogelijkheid om stoom af te blazen; en
 3. Het gevoel dat een situatie verslechtert.
- Beleggers reageren op stress door zich te focussen op de korte termijn (tunnelvisie). Zij weten dat beursdalingen uit het verleden een uitstekend instapmoment boden, maar schieten alleen al bij de gedachte aan een volgende correctie in de stress.

- Perspectief is in het geval van beurscorrecties altijd belangrijk.
- Op 9 maart 2009 sloot de Nasdaq op een niveau van 1.268,64.
- Op 29 augustus 2018 was de slotstand van de Nasdaq 8.109,69.
- In iets minder dan negen en een half jaar tijd steeg de Nasdaq dus met 639%. Dat vertaalt zich in een jaarlijks rendement van 21,5%!
- Vanaf 29 augustus tot en met 24 december 2018 daalde de Nasdaq vervolgens met 23% naar een niveau van 6.192,92.
- Beleggers realiseren zich onvoldoende dat 6.192,92 nog steeds betekent dat de Nasdaq sinds 9 maart 2009 jaarlijks met ruim 17,5% is opgelopen.

Verlies de lange termijn niet uit het oog



Minus 23% na een stijging van ruim 600%



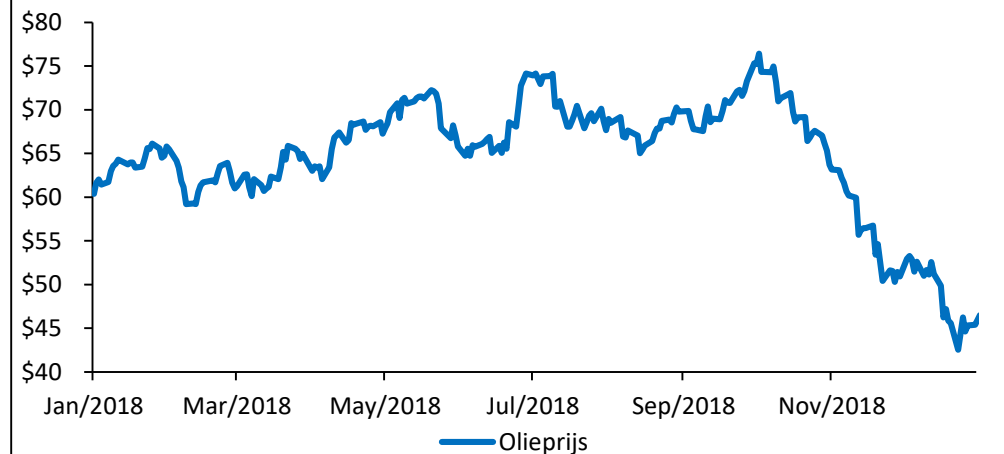


Olie: een complottheorie

- Wij hebben eens gelezen dat complottheorieën bestaan om domme mensen slim te laten lijken. Dus hier is er een van ons...
- Op 20 april tweette een boze Trump: *"Oil prices are artificially Very High! No good and will not be accepted!"* Stijgende olieprijsen zijn de facto een belastingverhoging voor de consument. En dat bedreigde de economische expansie waar Trump zo trots op was. De FED hielp ook al niet mee door de rente steeds maar weer te verhogen. Dat leidde op 20 juli tot een nieuwe boze tweet: *"....The United States should not be penalized because we are doing so well. Tightening now hurts all that we have done."*
- Op 2 oktober werd ineens de bekende journalist Jamal Khashoggi vermoord in het Saoedische consulaat in Istanbul... Geen mens die eraan twijfelde dat de Saoedische kroonprins Mohammed Bin Salman (MBS) achter deze moord zat.

- De pragmatische Trump zag onmiddellijk een kans. Boos worden op MBS en dreigen met een economische boycot had niet zoveel zin. De Saoedi's kopen de komende 10 jaar namelijk voor \$350 miljard dollar aan wapens van de VS. En Trump wilde zichzelf niet in de voet schieten. Maar misschien wilden de Saoedi's de oliekraan wel even wagenwijd openzetten om de Amerikaanse consument een 'belastingverlaging' te gunnen. In ruil zou Trump het MBS niet zo moeilijk maken. Vanaf 3 oktober raakte de olieprijs in een vrije val.
- Op 21 november zegt Trump op een persconferentie: *"Maybe he (MBS) did it and maybe he didn't, but he denies it."* Later die dag dankt hij de Saoedi's in een tweet voor de lagere olieprijs. Op 12 december laten de Saoedi's weten in november maar liefst 11.093 vaten per dag (een record) geproduceerd te hebben... Nee joh, zo is het echt niet gegaan. Toch?

Olieprijs daalt vanaf oktober plotseling met maar liefst 45%



High Five!

 **Donald J. Trump** 
@realDonaldTrump [Follow](#)

Oil prices getting lower. Great! Like a big Tax Cut for America and the World. Enjoy! \$54, was just \$82. Thank you to Saudi Arabia, but let's go lower!

4:49 AM - 21 Nov 2018

30,345 Retweets 115,645 Likes





Brexit: onderzeekaas

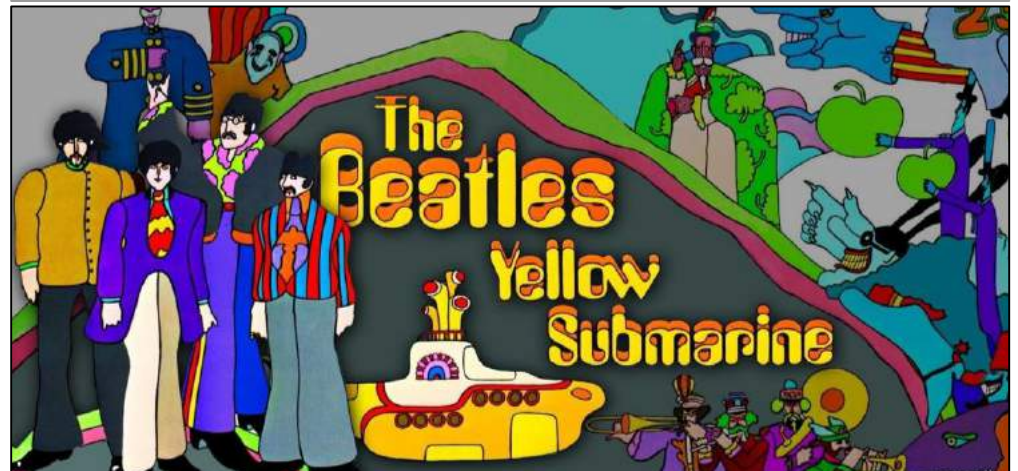
- De Brexit is ontaard in een lachwekkende chaos. Niemand weet nog hoe de Brexit eruit zal zien. Laat staan dat iemand de gevolgen ervan kan overzien. En die arme Theresa May bevindt zich dan ook in een onmogelijke situatie. Het lijkt een scène uit Monty Python's Flying Circus:
- *"The best way to understand Theresa May's predicament is to imagine that 52% of the British people had voted that the government should build a submarine out of cheese."*
- *Now, Theresa was initially against building a submarine out of cheese. Because it's a completely insane thing to do. However, in order to become PM, she had to pretend that she thought building a submarine out of cheese was fine and could totally work.*
- *"Cheese means cheese", she told us all, madly. "*

- *"Then she actually built one."*
- *It's shit. Of course it is. It's a submarine built out of cheese.*
- *So now having built a shit cheese submarine, she had to put up with both labor and Tory Brexiters insisting that a less shit cheese submarine could have been built.*
- *They're all lying, and they know it. So does everybody else. Because it's cheese and it's a submarine. How good could it possibly be?*
- *Only she can't call them out on this. Because she has spent the past two years also lying, by pretending she really could build a decent submarine out of cheese."*
- The end.

Een onderzeeër van kaas



In 1966 zongen The Beatles er al over



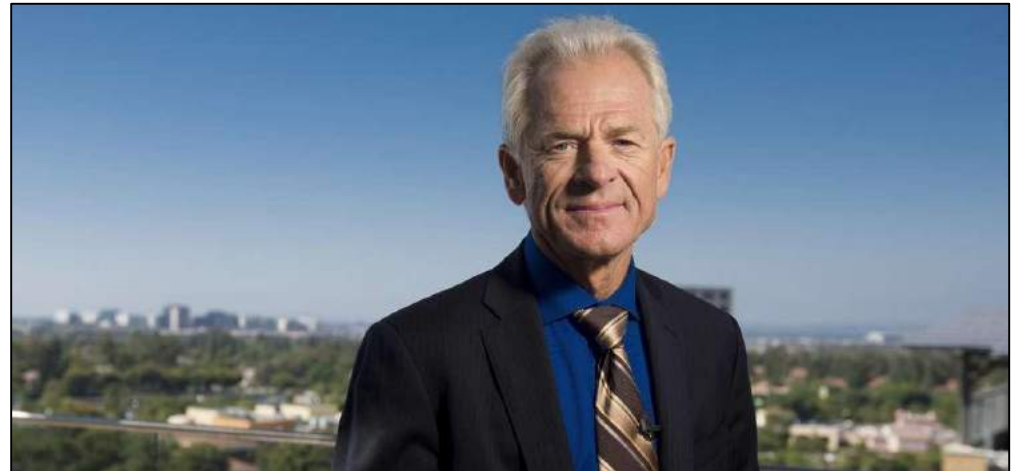


De 'gek' achter Trump's handelstheorie

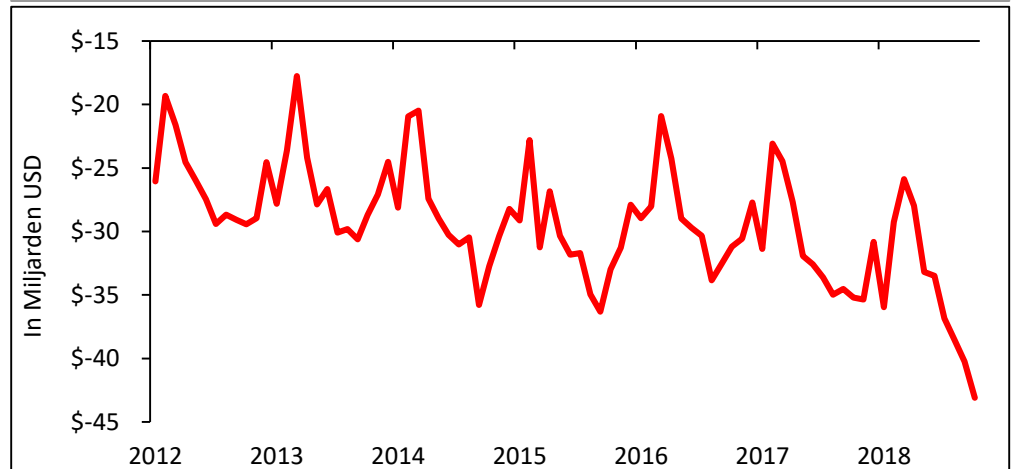
- Peter Navarro is Trump's director of the office of Trade and Manufacturing Policy. Hij is de architect achter de handelsoorlog met China. Navarro is dan ook de auteur van het boek: ***Death by China: Confronting the Dragon – A Global Call to Action (2011)***.
- Navarro en Trump delen dezelfde opvattingen over China:
 1. De Chinezen stelen technologie van de VS;
 2. De Chinezen pakken Amerikaanse banen af; en
 3. Het handelsbalanstekort met China kost de VS teveel geld en is zelfs een gevaar voor de nationale veiligheid.
- De Chinezen stelen inderdaad. De Chinese J-31 straaljager, bijvoorbeeld, is een schaamteloze kopie van de F-35 van Lockheed Martin.

- Navarro en Trump vinden er geen doekjes om. Zij willen de import uit China verlagen, de Amerikaanse export bevorderen en de Chinezen verhinderen om nog langer technologische kennis te stelen. Trump heeft dan ook al tarieven geheven op honderden miljarden dollars aan Chinese goederen. Dat heeft niet geholpen. Want het handelstekort met China staat inmiddels op een nieuw record.
- We moeten ons inmiddels afvragen of de Amerikanen er wel verstandig aan doen om economische wapens te gebruiken om een politiek geschil uit te vechten.
- Het opgeven van bestaande commerciële overeenkomsten en het herlocaliseren van activiteiten leidt tot waardevernietiging.
- Op de volgende pagina's leggen wij u dit uit aan de hand van het werk van Adam Smith en Frédéric Bastiat.

Peter Navarro: Death by China



Handelstekort met China op nieuw record



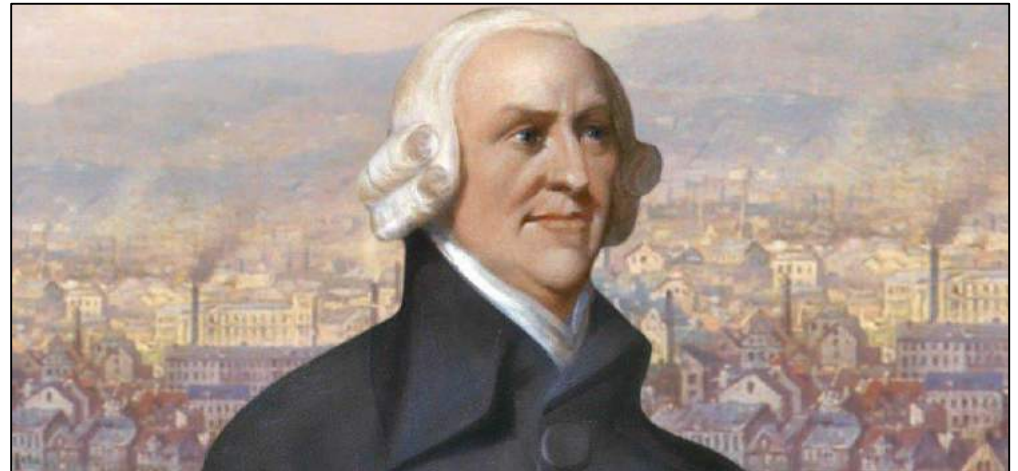


Adam Smith: specialisatie en vrij handelsverkeer

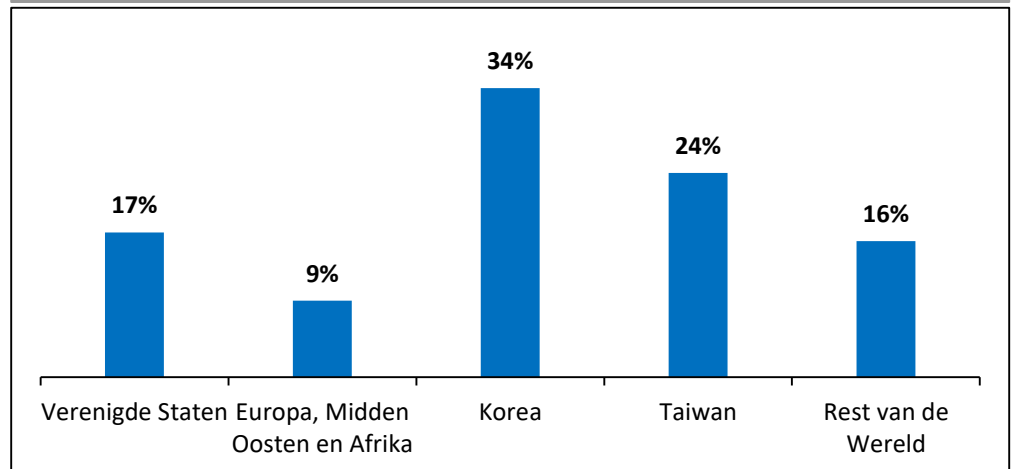
- Al in 1776 schreef Adam Smith, in zijn boek ***The Wealth of Nations***, over de enorme voordelen van een systeem van vrij handelsverkeer.
- *"It is the great multiplication of the productions of all the different arts, in consequence of the division of labour, which occasions, in a well-governed society, that universal opulence which extends itself to the lowest ranks of the people."*
- Met andere woorden, arbeidsverdeling (specialisatie) en vrije handelsstromen zorgen ervoor dat alle partijen profiteren en de welvaart toeneemt.
- Laten we ASML eens als voorbeeld nemen. Niemand anders ter wereld produceert *Extreme Ultraviolet Lithography (EUV) machines*. Zonder die specialisatie van ASML en vrij handelsverkeer waren de chips in onze alledaagse apparatuur traag en duur.

- Maar zitten er dan helemaal geen voordelen aan het 'naar huis' brengen van buitenlandse productie? Helaas niet zo veel! De globalisering en, de daaruit voortvloeiende, specialisatie zijn de sleutel tot het verhogen van efficiency en productiviteit. De consument profiteert hiervan. Alles wat de consument koopt is goedkoper en kwalitatief beter dankzij die globalisering.
- Neem nu eens de iPhone X. De componenten ervan kosten ongeveer \$370. Hiervan gaat \$110 naar Samsung (Zuid Korea) voor het leveren van de displays. \$44.45 gaat naar Toshiba (Japan) en SK Hynix (Zuid Korea) voor de geheugenkaarten. En dan zijn er nog de leveranciers uit Taiwan en Europa. Oh ja, en de (goedkope) fabricage vindt plaats bij Foxconn in China.
- Zou Trump dat beseffen als hij weer eens een boze tweet stuurt vanaf zijn iPhone?

Adam Smith: The Wealth of Nations



De omzetverdeling van ASML: 0% omzet in Nederland



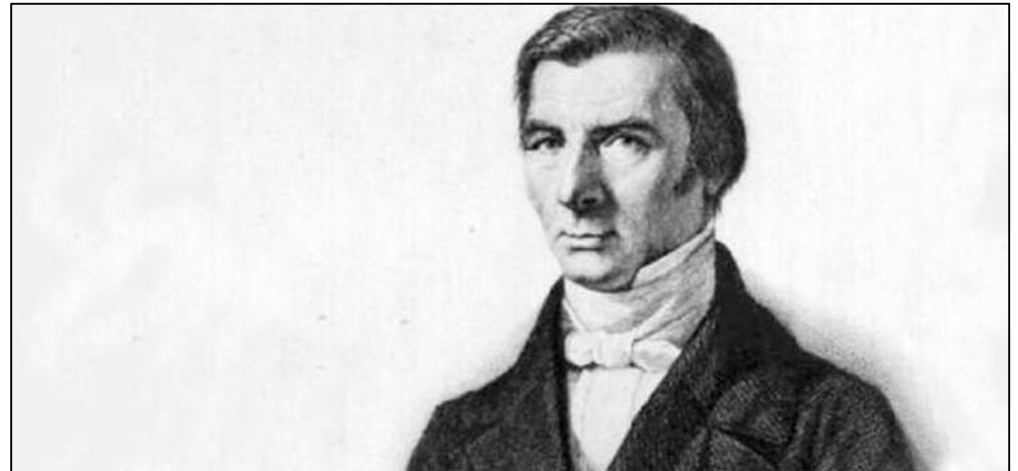


Frédéric Bastiat: het zichtbare en het onzichtbare

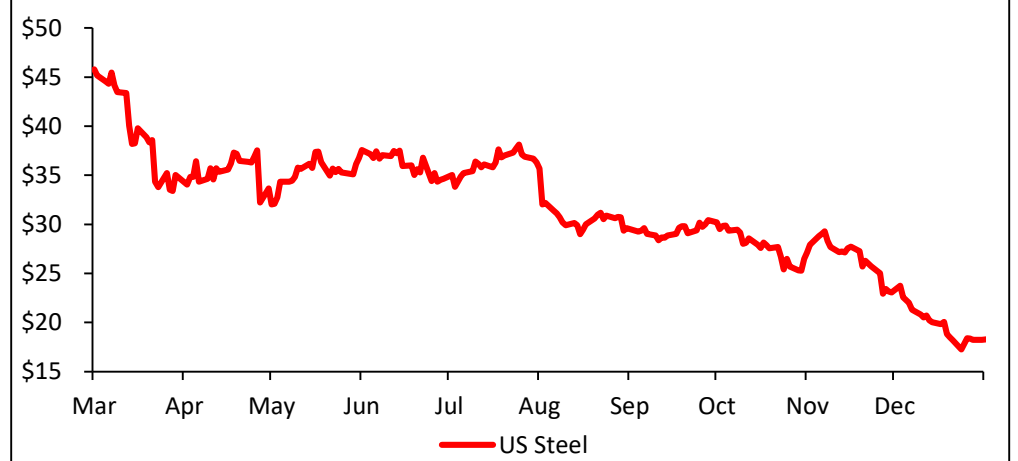
- Naar aanleiding van de orkanen Katrina (2005) en Sandy (2012) suggereerde de pers veelvuldig dat de wederopbouw een positief effect zou hebben op de Amerikaanse economie. Tot wel vijf maal zoveel als de schade die de orkanen hadden veroorzaakt.
- Vernietiging brengt dus welvaart te weeg. Maar klopt dat wel?
- Want als die redenering klopt, hebben we direct een oplossing gevonden voor de volgende recessie. We vernietigen dan gewoon wat infrastructuur om het vervolgens weer op te bouwen.
- Frédéric Bastiat beschreef die denkfout al in 1850 in zijn essay: **“What is Seen and What is Not Seen.”** De economen en de pers concentreren zich na zo’n ramp alleen op de partijen die profiteren van de wederopbouw (het zichtbare).

- Zij vergeten de schade die de ‘onzichtbare’ partijen lijden, zoals de hotels, de luchtvaartmaatschappijen, de restaurants, de theaters etc. En zij vergeten ook dat de premies voor het verzekeren van stormschade stijgen.
- Als Trump en Navarro denken dat de handelstarieven een positief effect hebben op de werkgelegenheid in de VS, maken zij dezelfde denkfout.
- Ondernemingen hebben veel kapitaal, financieel en menselijk, geïnvesteerd. Het vernietigen van deze investeringen en het verstoren van leveranciersketens zal, op haar beurt, veel banen kosten.
- Een dalende werkgelegenheid en hogere prijzen zijn het gevolg. J.P. Morgan zei ooit: “You cannot unscramble eggs.”

Frédéric Bastiat: zijn orkanen goed voor de economie?



US Steel sinds 1 maart met 60% gedaald! (ondanks de tarieven)





Facebook 2018: Annus Horribilis

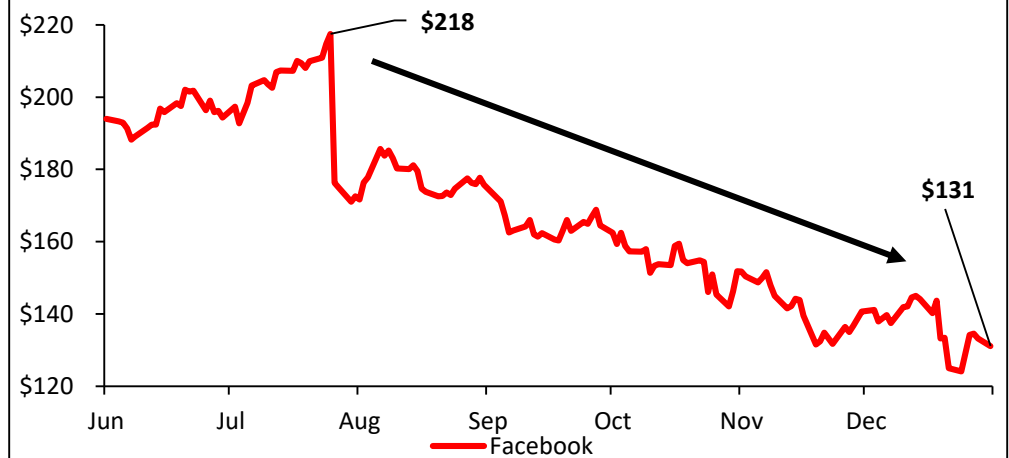
- Facebook ligt, sinds het Cambridge Analytica incident, onder het vergrootglas van zowel de politiek als de regelgever. Op 19 december werd bekend dat de District of Columbia een rechtszaak aanspant tegen Facebook.
- Daarnaast gaf het Engelse parlement interne e-mails vrij waaruit bleek dat Facebook partijen, zoals Airbnb, Netflix en Lyft, toegang verstrekke tot gebruikersdata.
- Bovendien werd uit het e-mailverkeer duidelijk dat Facebook, zonder toestemming van haar gebruikers, sms- en telefoniedata probeerde te vergaren.
- Als klap op de vuurpijl gaf Mark Zuckerberg in een e-mail toe dat de belangen van Facebook niet altijd parallel lopen met die van de maatschappij: *"However, that may be good for the world but it's not good for us unless people also share back to Facebook and that content increases the value of our network."*

- Uit de tweede kwartaalcijfers bleek al dat het aantal actieve gebruikers van het Facebook platform in Europa afneemt. In de VS en Canada zijn de gebruikersaantallen voorsnog stabiel. De groei in de gebruikersaantallen komt op dit moment dan ook volledig uit Azië en de andere opkomende regio's.
- In het tweede kwartaal stelde Zuckerberg de jaarlijkse winstgroei vooruitzichten voor Facebook dan ook naar beneden bij: van 32% in Q2 naar 10% voor Q3 en Q4.
- Uit de derde kwartaalcijfers bleek dat de winstgroei ook daadwerkelijk was gedaald naar 10%.
- Bovendien kon Zuckerberg geen verbeteringen in de gebruikersaantallen voor het Facebook platform in Europa en de VS rapporteren. Dat baart zorgen. Sinds 25 juli heeft het aandeel dan ook 40% van zijn waarde verloren.

"That may be good for the world but it's not good for us"



Annus Horribilis voor het aandeel Facebook



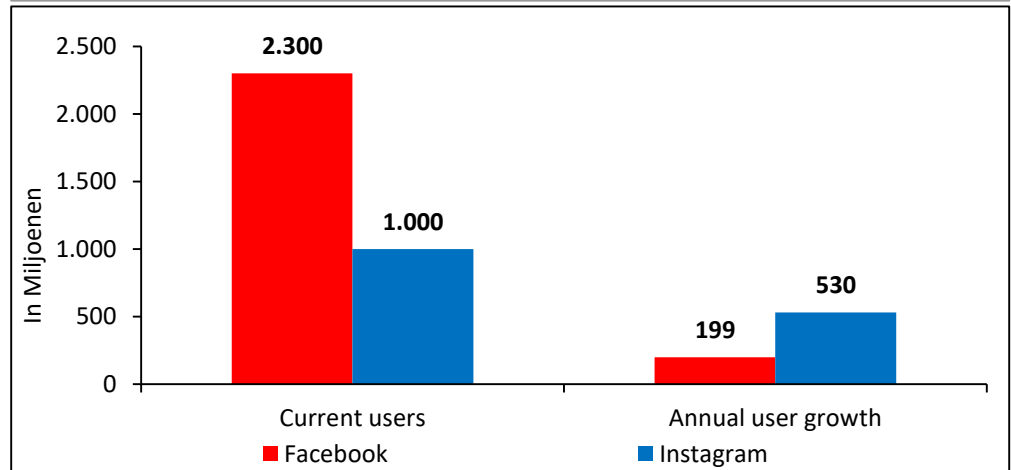


Het hippe Instagram versus het ouderwetse Facebook

- Facebook is ook eigenaar van Instagram en Whatsapp.
- Instagram is een belangrijke groeimotor en speelt een belangrijke rol in het behoud van jongere gebruikers. Het delen van foto's en video's via Instagram spreekt jongeren meer aan dan het statische en ouderwetse Facebook platform.
- Facebook heeft op dit moment nog wel meer gebruikers dan Instagram: 2,3 miljard versus 1 miljard. Maar Instagram groeit harder. Het aantal Instagram-gebruikers nam afgelopen jaar met 106% toe. En het aantal Facebook gebruikers nam met slechts 9% toe.
- Daarom was het een verrassing dat in september Instagram-oprichter en CEO Kevin Systrom en CTO Mike Krieger besloten op te stappen.

- Na de overname van Instagram door Facebook, kreeg Kevin Systrom de belofte dat hij autonoom mocht blijven opereren.
- Maar blijkbaar werd die belofte een sta-in-de-weg nu Instagram sneller groeit dan Facebook.
- Zuckerberg en Systrom kregen een hoog oplopend meningsverschil over de interactie tussen de content op beide platformen. Zuckerberg stond erop dat de foto's op Instagram automatisch zichtbaar werden op Facebook. Bovendien drong hij erop aan dat de Facebook- en Instagram-gebruikers elkaars meldingen konden ontvangen.
- Systrom's had uiteraard een voorkeur om Instagram als aparte entiteit te behouden. Helaas voor Systrom is Zuckerberg nu ook de baas bij Instagram.

Instagram versus Facebook



Zuckerberg nu ook de baas bij Instagram





Forget crypto, let's get high

- Op 17 oktober 2018 werd Canada het derde land ter wereld waar mensen legaal wiet mogen kopen. Waarom? Medicinaal gebruik van marihuana is in Canada al sinds 2001 toegestaan. Met de legalisering van de productie en de verkoop voor recreatief gebruik, lost premier Justin Trudeau een oude verkiezingsbelofte in. Volgens de premier was de bijna honderd jaar oude wetgeving niet meer van deze tijd. De Canadezen behoren immers tot de meest enthousiaste gebruikers ter wereld.
- Trudeau heeft jaren geleden al erkend dat hij zelf wiet heeft gerookt, maar zijn regering waakt ervoor over te komen alsof ze het gebruik wil bevorderen. Het doel van de legalisering is het beter reguleren van de handel. Trudeau wil zo de cannabis uit handen van jongeren houden. Daarnaast verwacht de regering jaarlijks zo'n 350 miljoen euro aan belasting te verdienen op de verkoop ervan.

- De plant cannabis sativa scheidt via zijn harsklierjes cannabinoïden uit. Deze stoffen hebben invloed op ons endocannabinoïden-systeem, een soort signaleringssysteem dat ons helpt met eten, slapen, rusten, vergeten en beschermen.
- De cannabisplant heeft 85 cannabinoïden (<https://www.leafly.com/news/cannabis-101/cannabinoids-101-what-makes-cannabis-medicine>) in zich, elk met een eigen effect. De bekendste is THC, waar je dromerig en hongerig van wordt. CBD maakt rustig en kan pijnstillend werken. En THCN werkt slaapverwekkend.
- Veel mensen hebben inmiddels aan den lijve ondervonden dat cannabis bij van alles kan werken. Vooral bij symptoombestrijding. Maar grootschalig klinisch onderzoek is nodig om de wetenschappelijke basis van het medicinale gebruik van cannabis te verbreden.

Steeds legaler?

Land	Recreatief	Medicinaal	Teelt
VS*	Legaal in 10 staten	Legaal in 33 staten	Illegaal
Canada	Legaal	Legaal	Legaal
Nederland	Legaal	Legaal	Illegaal
Frankrijk	Illegaal	Sommige versies	Illegaal
Spanje	Legaal binnenshuis	Sommige versies	Legaal klein gebruik
Uruguay	Legaal	Legaal	Legaal tot 6 planten
Japan	Illegaal	Illegaal	Illegaal
China	Illegaal	Illegaal	Illegaal

Werkzaamheid medicinale cannabis

Momenteel zijn er voldoende gegevens beschikbaar die aantonen dat medicinale cannabis werkzaam kan zijn bij verschillende aandoeningen.

Het gaat hierbij om:

- Pijn, spierkrampen en spiertrekkingen bij multiple sclerose (MS) of ruggenmergschade;
- misselijkheid, verminderde eetlust, vermagering en verzwakking bij kanker en aids;
- misselijkheid en braken als gevolg van medicatie of bestraling bij kanker, hiv-infectie en aids;
- langdurige pijn van neurogene aard (oorzaak zit in het zenuwstelsel) bijvoorbeeld door beschadiging van een zenuwbaan, fantoompijn, aangezichtspijn of chronische pijn die blijft bestaan na het genezen van gordelroos;
- tics bij het syndroom van Gilles de la Tourette;
- therapieresistent glaucoom.



Cannabis 2.0: we gaan het eten, drinken, smeren en erin beleggen

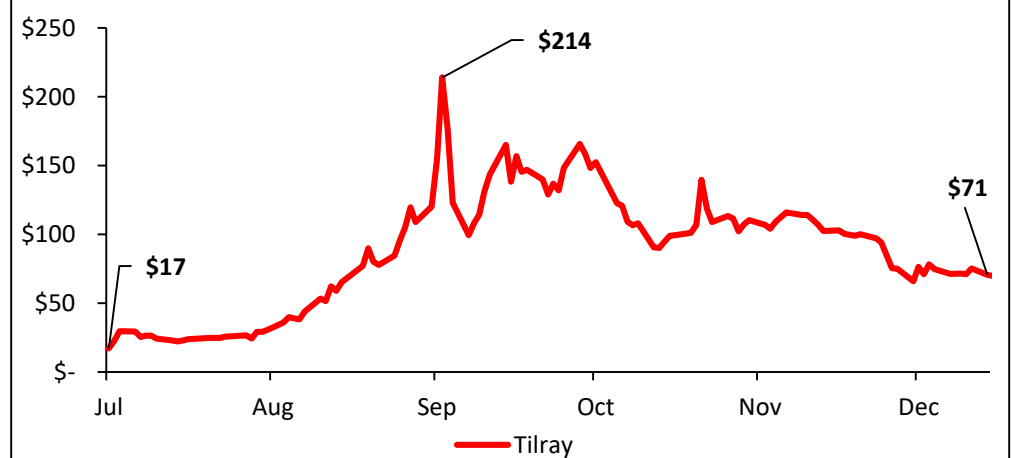
- In 2017 nam de brouwer van Corona, Constellation Brands, al een participatie ter waarde van \$3,8 miljard in Canopy Growth. Canopy is een Canadese producent van cannabis producten voor zowel recreatief als medicinaal gebruik. In 2014 ging Canopy als eerste Noord-Amerikaanse cannabis producent naar de beurs.
- Molson Coors heeft inmiddels ook al een joint venture opgezet met Hexo Corp. Molson Coors wil zo snel mogelijk alcoholvrije cannabis drankjes op de markt brengen. En Coca Cola heeft interesse getoond om drankjes te produceren waar CBD, het rustgevende en pijnstillende ingrediënt van cannabis, doorheen zit. Nederland kan uiteraard niet achterblijven. Heineken produceert, via haar dochteronderneming Lagunitas, het drankje Hi-Fi Hops. Hi-Fi Hops is een bruiswatertje waarin de beste zongerijsje cannabis verwerkt is.

- Levert die legalisering en de nieuwe toepassingen van cannabis ook beleggingskansen op? Veel speculanten zijn daar in 2018 al vast op vooruit gelopen.
- In 2018 waren de koersbewegingen van de aandelen Tilray, een Canadese producent van medicinale cannabis producten, voldoende om high van te worden.
- Tilray ging in juli 2018 naar de Nasdaq op een koers van \$17. Op 19 september was de koers al 1200% gestegen. Op dat moment had Tilray een marktkapitalisatie van \$21 miljard. Korte tijd behoorde het bedrijf zelfs tot de 250 meest waardevolle ondernemingen in de VS. En dat terwijl Tilray nog geen cent winst maakt.
- Drie dagen later was de koers alweer gehalveerd. Tilray sloot 2018 op een koers van \$71, nog altijd 318% hoger dan de introductieprijs van \$17.

Hi-Fi Hops van Lagunitas

This IPA-inspired sparkling beverage is made using everything Lagunitas knows about hops – but with zero alcohol, zero calories, and zero carbs. Infused with THC from the finest, sun-grown cannabis at AbsoluteXtracts...
It's good to have friends!

De koers-achtbaan van Tilray



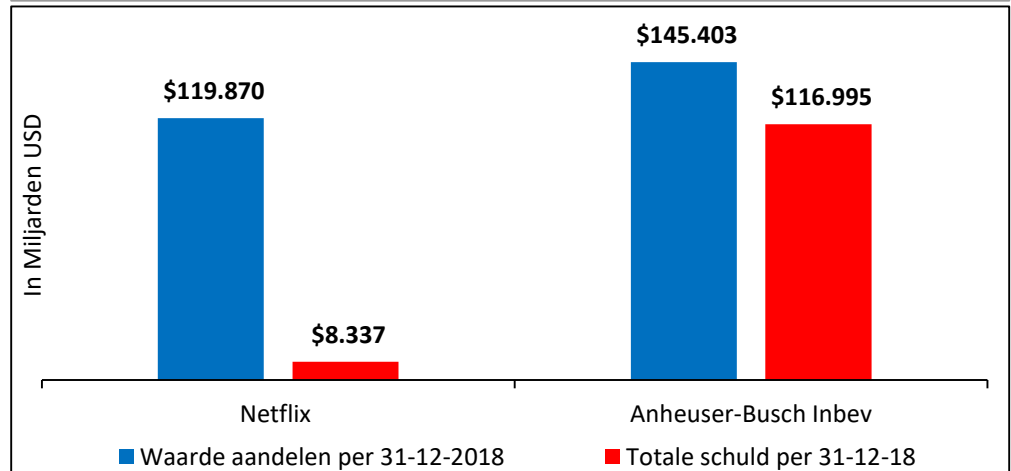


Zijn kredietbeoordelingen betrouwbaar?

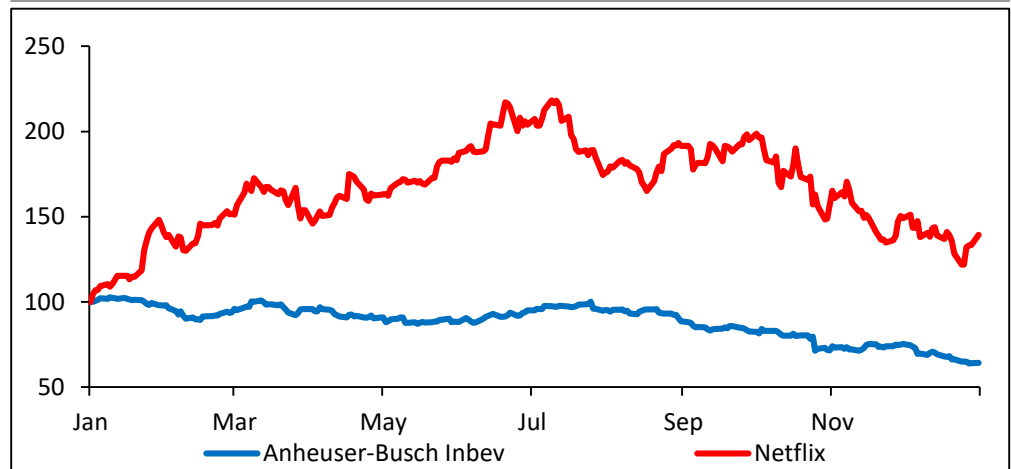
- Beleggers lezen het risico van een obligatielening af aan haar kredietbeoordeling (credit rating). Drie bedrijven geven deze ratings af: S&P, Moody's en Fitch. En ze variëren van AAA tot CCC. De kwalitatief beste bedrijven krijgen een AAA, terwijl CCC wordt gereserveerd voor bedrijven die in staat van faillissement verkeren.
- Toch zijn die ratings regelmatig verantwoordelijk voor een vals gevoel van veiligheid. Kijk maar eens naar de grafiek. Het vergelijkt de schuld van Netflix met die van de brouwer Anheuser Bush Inbev (Inbev). De totale schuld van Netflix is beduidend lager dan die van Inbev. Zeker als we die schuld afzetten tegen de waarde van de aandelen. Maar toch heeft Netflix slechts een BB+ (slechte kwaliteit) rating en Inbev een A- (goede kwaliteit) rating. Waarom? Een van de redenen is dat Inbev een langere historie heeft. Dat is raar. Want risico ligt verborgen in de toekomst en niet in het verleden.

- Inbev (Corona en Budweiser) staat bekend als een defensief bedrijf. De bierconsumptie is tenslotte niet cyclisch. Met die gedachte in het achterhoofd, nam Inbev in 2016 SabMiller over. Inbev moest hiervoor ruim 75 miljard dollar lenen.
- Op dit moment valt die overname Inbev toch een beetje zwaar. Hogere kosten, slechtere wisselkoersen en een toename van de concurrentie zorgden voor een teleurstellende winstontwikkeling bij de brouwer. Als gevolg van die lagere winst en de torenhoge schuld werd Inbev gedwongen haar dividend met 50% te verlagen. En daalde de koers van het aandeel met 40%.
- Zijn die Netflix obligaties dan zoveel riskanter? Dat bedrijf groeit juist heel sterk en heeft veel minder schuld.

Obligaties Inbev veiliger dan die van Netflix?



De beurs is duidelijk: liever Netflix dan Inbev



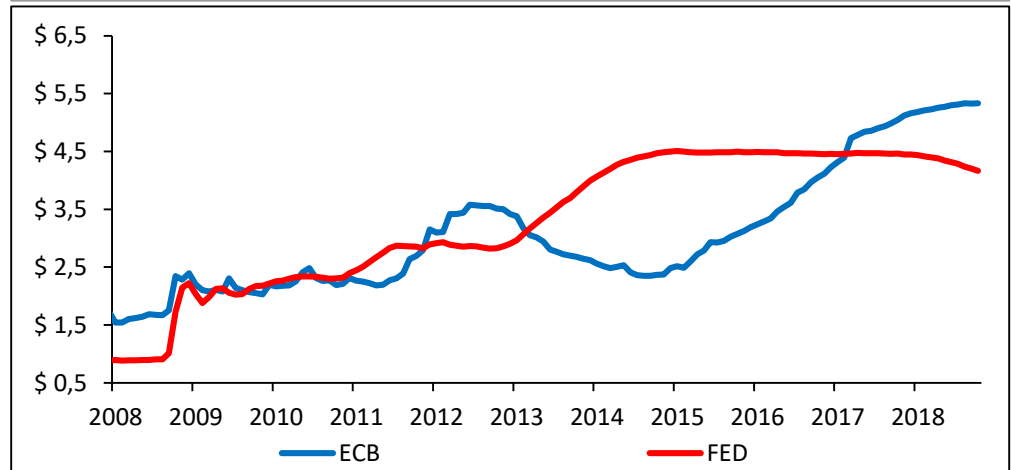


Draghi stopt ermee

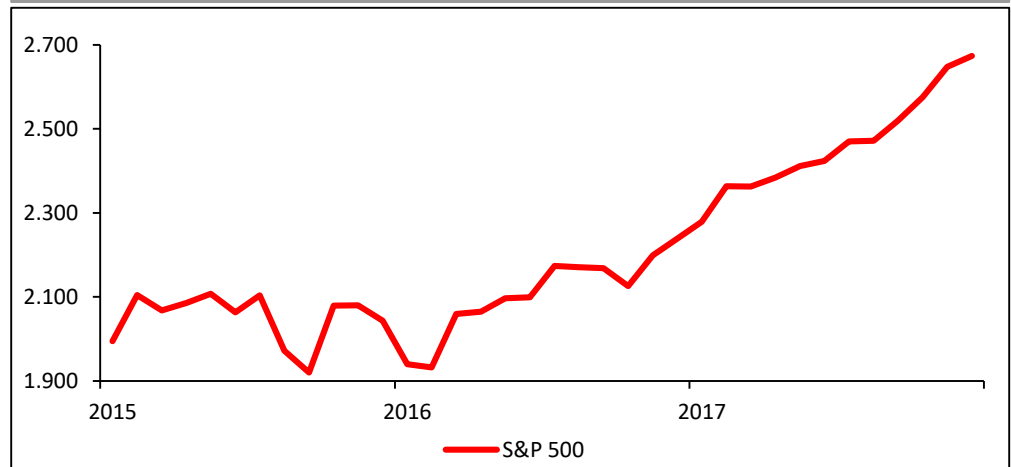
- Tien jaar geleden begon de FED met haar beleid van kwantitatieve geldverruiming, oftewel Quantitative Easing (QE). Het is daarom tijd dat we even terugblikken.
- Herinnert u zich de eurocrises nog? Nadat Griekenland 'gered' was, verkleinde de ECB haar balans weer snel. Dit bleek een fout. De economie van de Eurozone raakte in het slop.
- Pas in april 2014 startte Draghi met een Eurozone versie van QE. Draghi noemde dit zijn 'bazooka.'
- De ECB startte met het maandelijks opkopen van 60 miljard euro aan staatsleningen.
- Tien maanden later, op 29 oktober 2014, maakte de FED juist bekend dat zij zou stoppen met het maandelijks opkopen van staatsleningen.

- In oktober 2017 kondigde de FED aan dat het haar balans ging afbouwen. De FED zou de opbrengst van aflopende staatsleningen niet meer herbeleggen.
- De ECB is in december 2018 gestopt met haar opkoopprogramma. Maar zij bouwt haar balans nog niet af. Draghi blijft de opbrengst van aflopende staatsleningen voorlopig nog herbeleggen.
- Het beëindigen van het opkoopprogramma is niet per definitie slecht nieuws voor de aandelenbeurzen in de Eurozone. In de VS steeg de beurs immers met meer dan 30% gedurende de periode 2015 tot en met 2017.
- We weten nog niet wanneer de ECB een aanvang zal maken met het verkleinen van haar balans. De ECB loopt ongeveer vier jaar achter bij de FED. Maar veel zal ook afhangen van de ontwikkeling van de economische groei in de Eurozone.

De balansontwikkeling van de ECB en de FED (in biljoenen dollars)



Stoppen met opkopen is niet per se slecht voor aandelenkoersen





Tether steekt de draak met de voordelen van crypto-valuta

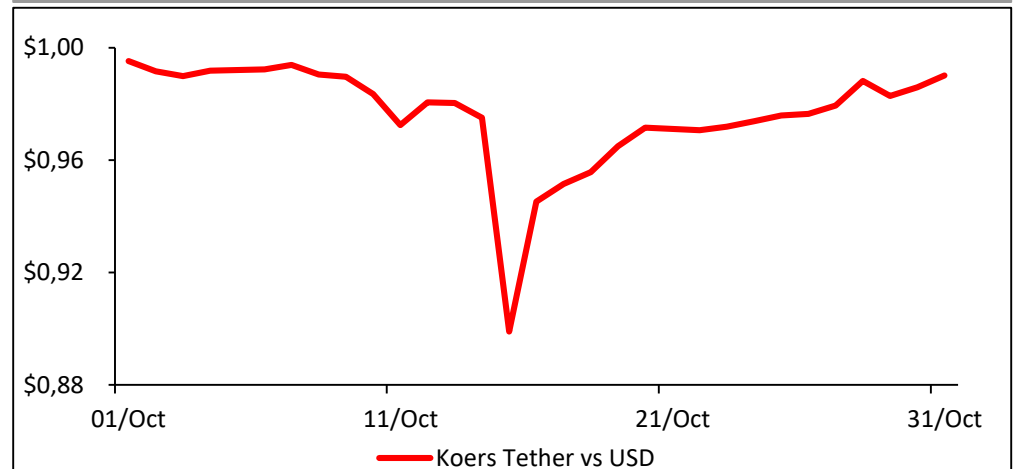
- Op crypto-beurzen is het aanhouden van cashgeld vaak niet mogelijk. Tether biedt hiervoor de oplossing. Voor elke uitgegeven Tether wordt één USD aangehouden. De munt is daarom een alternatief voor het gebruik van echte dollars. Tether staat dan ook bekend als een “stablecoin”: een crypto-munt die altijd een wisselkoers van 1:1 heeft met de dollar. Op dit moment zijn er 1,9 miljard Tethers in omloop.
- Dit betekent impliciet dat Tether Limited (het bedrijf achter Tether) 1,9 miljard dollar in kas heeft. Tether Limited is, op haar beurt, in handen van Bitfinex, een crypto-beurs gevestigd in Hong Kong.
- In januari 2018 stuurde de Commodity Futures Trading Commission dagvaardingen naar zowel Tether Limited als Bitfinex. Omdat er geruchten gingen dat de twee bedrijven met geld rommelen. Staan die 1,9 miljard dollars wel echt op de bank?

- Tether Limited heeft altijd gezegd dat het bankiert bij de Noble Bank uit Puerto Rico (een logische keuze?). Maar Bloomberg meldde in oktober dat Noble Bank financiële problemen heeft. Hierop daalde de koers van Tether scherp.
- Tether Limited maakte direct van de gelegenheid gebruik om tussen 14 en 22 oktober 630 miljoen Tethers om te wisselen voor dollars. Een winstgevende maar zeer oneerlijke arbitrage. Zij profiteerden over de rug van beleggers van hun eigen intransparantie.
- Blockchain is in het leven geroepen om (crypto) valuta decentraal aan te houden zonder tussenkomst van banken. Echter, Tether Limited houdt uw dollars aan bij vage banken. Zo zijn de voordelen van blockchain ver te zoeken. Inmiddels liggen uw dollars veilig op de Bahama's bij het u 'welbekende' Deltec Bank & Trust.

Wat is Tether?



Tether crash



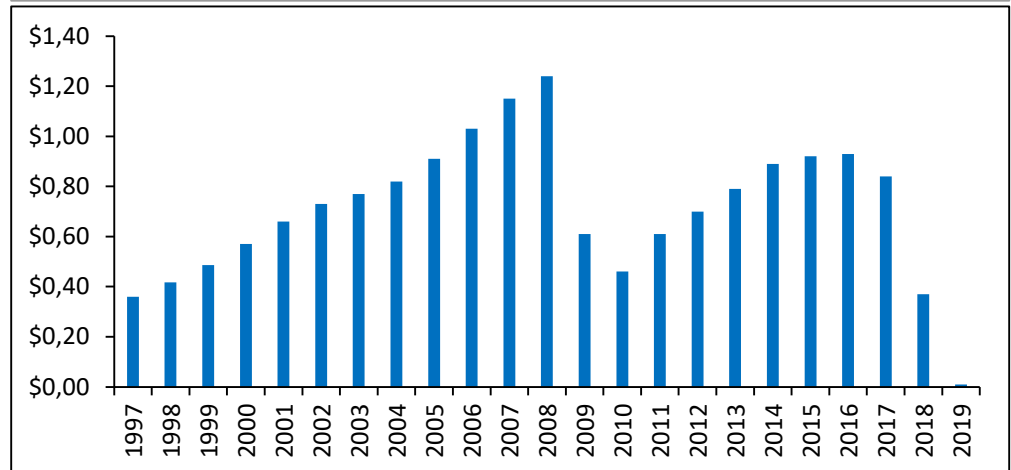


General Electric: The Iron Law of Failure

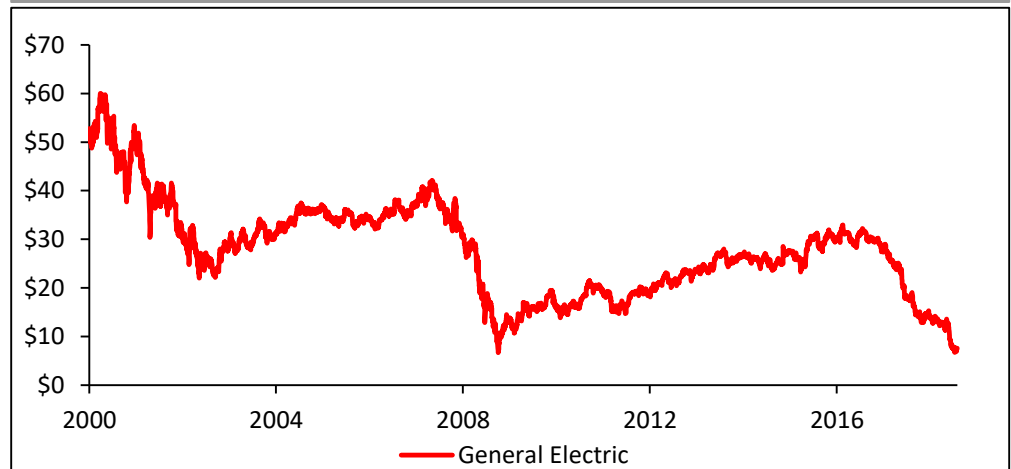
- De meeste keizerrijken en bedrijven mislukken uiteindelijk. Extinctie is heel gewoon in de politiek, het bedrijfsleven en het leven zelf. 99,99% van alle organismen die ooit de aarde hebben bevolkt, is al uitgestorven. In de VS sluiten dagelijks 1.500 bedrijven hun deuren. Tussen 1900 en 1920 kende de VS bijna 2.000 autofabrikanten. Nu nog drie. De meeste bedrijven uit Tom Peters' boek *In Search of Excellence* (1982) zijn inmiddels opgehouden te bestaan. De econoom Paul Ormerod noemt dit **The Iron Law of Failure**.
- General Electric (GE) was het meest waardevolle bedrijf van de VS in de jaren 1993, 1994, 1995, 1996, 1997, 2000, 2001, 2003, 2004 en 2005. In 2015 stond het bedrijf nog steeds op de vierde plek. In juni 2018 werd GE uit de Dow Jones Index verwijderd en vervangen door Walgreens Boots Alliance. GE had sinds 1907 deel uitgemaakt van de Dow Jones Index.

- GE heeft een belangrijke rol gespeeld in het vormgeven van de moderne wereld. Het zorgde ervoor dat elektriciteit werd opgewekt, dat het werd vervoerd en dat het gebruikt kon worden. Maar de onderneming was verslaafd aan het zich beter voordoen dan het was. De focus lag altijd op het verslaan van de winstverwachtingen. GE Capital, de financiële arm van GE, werd daarvoor ingezet. Vlak voor de crisis van 2008 was GE Capital zelfs verantwoordelijk voor de helft van de winst van de onderneming.
- En toen kwam 2008. De markt voor kortlopende leningen, de levensader van GE, droogde op. GE stortte bijna in. Gelukkig werd GE Capital net op tijd gered door de FED. Een combinatie van mismanagement en slechte acquisities heeft ervoor gezorgd dat GE steeds verder het moeras inzakt.

General Electric dividend per aandeel



Een dollar belegd in GE (in september 2000) is nu nog 14 cent waard



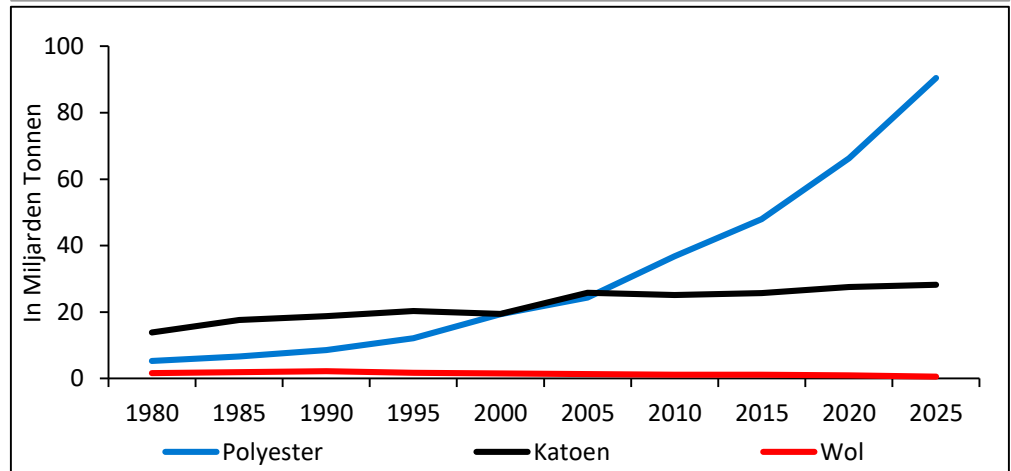


Polyester: sterk, goedkoop, slijtvast en gevaarlijk

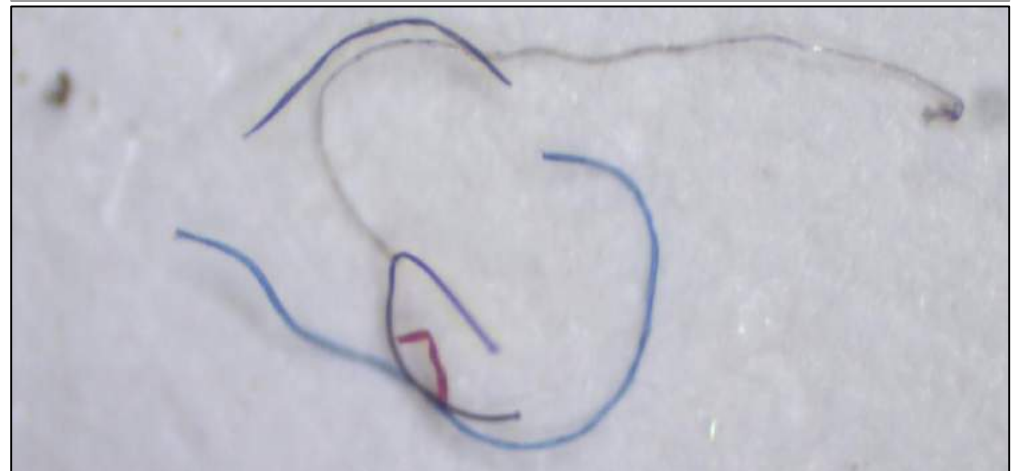
- Polyester kwam zeventig jaar geleden naar de markt. Het stond al snel bekend als een wondervezel. Het was sterk, goedkoop en slijtvast. Het wassen en verzorgen van kleding was ineens een peulenschil. In 2007 haalde polyester het gebruik van katoen – al honderden jaren een van de meest geproduceerde vezels – definitief in. Truien, t-shirts, broeken, blouses en jassen: op veel van de kleding labels vind je polyester terug.
- De productie van polyester is niet milieuvriendelijk. Het wordt gemaakt van aardolie en kost veel energie. Toch leek het lange tijd een veelbelovend alternatief voor katoen. Om katoen te produceren heb je heel veel water en landbouwgrond nodig, naast een flinke hoeveelheid schadelijke pesticiden. Bovendien: katoen is moeilijker te recyclen.

- Polyester leek dus zo slecht nog niet. Maar één heel groot nadeel van de wondervezel bleef lang onzichtbaar. Het wassen van onze fleecvesten, broeken en overhemden verandert onze oceanen in plasticsoep.
- Dit bleek vorig jaar uit de resultaten van een Europees onderzoek. Bij elke wasbeurt van 5 kilo synthetische kleren komen tussen de 600.000 en 17,7 miljoen kledingvezels in het milieu terecht.
- Niet veel later bracht de Ellen MacArthur Foundation een rapport uit, waarin het becijferde dat door het wassen van kleding jaarlijks een half miljoen ton microvezels in de oceanen terechtkomt.
- Omgerekend zijn dat *meer dan 50 miljard plastic flessen. Per jaar.*

Productiegroei van polyester



Microscopisch kleine plasticvezels gevonden in de Golf van Maine



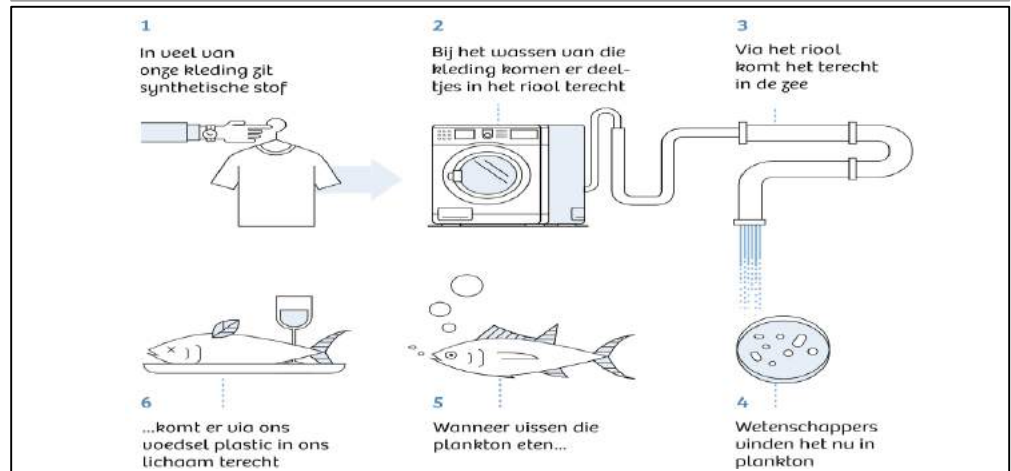


Zo komt plastic in onze voedselketen terecht

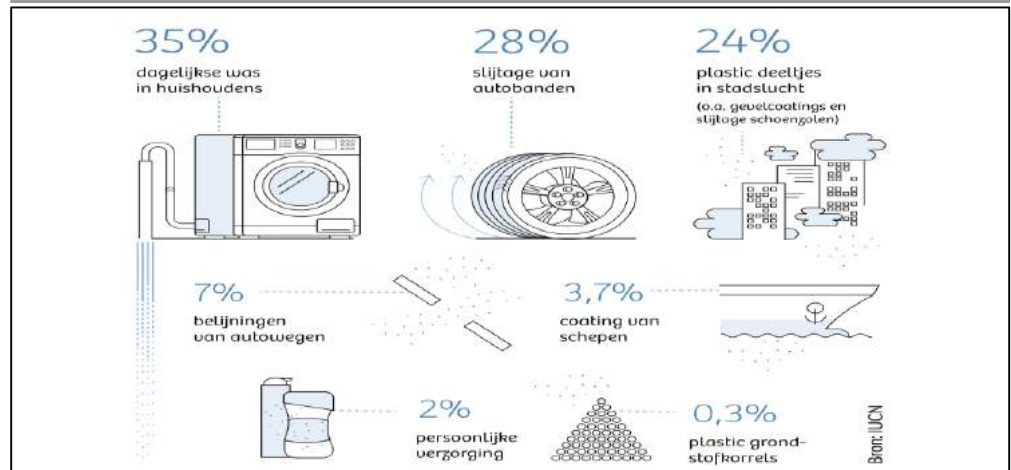
- In 2017 publiceerde planktononderzoeker Richard Kirby een video [Zie hier hoe een kledingvezel in het lichaam van een plankton terecht komt](#). Hierop is te zien hoe een blauwe vezel in het lichaam van een plankton zit.
- En zo konden we voor het eerst met eigen ogen zien hoe plastic onze voedselketen binnendringt.
- Uit een rapport van de International Union for Conservation of Nature (IUCN), blijkt dat tussen de 15 en 31% van alle microplastics in de oceaan afkomstig is van een primaire bron. Het grootste deel daarvan, 34,8%, komt in zee door het wassen van synthetisch textiel. Op nummer twee staan deeltjes die tijdens het rijden van autobanden af komen, goed voor 28,3%.

- Richard Kirby zegt dat er alle reden is om bezorgd te zijn. 'Plankton is de basis van de mariene voedselketen. Alle plastics die zij opeten, worden doorgegeven.' En plastic breekt niet af.
- Alsof dat nog niet erg genoeg is: de synthetische kledingvezels komen niet alleen via het wassen in het milieu en daarmee in ons lichaam. In werkelijkheid zitten de deeltjes overal om ons heen, ook in de lucht die we inademen.
- Wapper maar een keer met een fleecetrui of -deken in het zonlicht en je ziet honderden stofdeeltjes door de lucht dwarrelen. Daartussen zitten ook de microvezels – met het blote oog niet te zien – die gemakkelijk via je neus of mond in je lichaam terechtkomen.

Van onze kleding naar ons voedsel



Hoe plastic vezels in de natuur terechtkomen





Wat doet de industrie?

- Ironisch genoeg zeggen de modemerken die bijdragen aan de plasticvervuiling juist dat ze meehelpen met het oplossen ervan. Neem het Nederlandse kledingmerk G-Star Raw, dat in 2014 Raw For The Oceans lanceerde, een collectie kleding die deels bestond uit vezels van aangespoelde plastic flessen.
- Adidas schrijft op haar website dat zij ervoor zorgt dat plasticafval niet meer in de oceanen terechtkomt door er materiaal voor sportkleding van te maken. 'Zo toveren we het probleem om tot oplossing.' Patagonia heeft onderhand zo'n 86 miljoen plastic flessen gerecycled, in voornamelijk fleecevesten. H&M recyclede in 2017 100 miljoen plastic flesjes. En Nike stelde dit jaar trots: 'Sinds 2012 hebben we meer dan 5 miljard plastic flesjes van de vuilnisbelt gered en gerecycled tot nieuwe stoffen.'

- Klinkt prachtig. Maar laat nu juist synthetisch textiel van gerecyclede plasticgarens een verhoogd risico lopen om juist meer microvezels los te laten. De stof is namelijk minder robuust dan die van nieuwe plasticvezels.
- Inmiddels is de Guppy Bag geïntroduceerd. Dit is een plastic(!) waszak, die tijdens het wassen moet voorkomen dat microvezels in het water komen. De zak schijnt 80 tot 90% van de vezels tegen te houden. Wel wordt de consument gevraagd €30 te betalen voor een waszak, die niet eens bewezen effectief is, om een probleem op te lossen dat de industrie veroorzaakt.
- Moeten we niet gewoon stoppen met synthetische kledingvezels? Dat is lastig. Want wat is het alternatief? Voor de teelt van katoen heb je weer ontzettend veel water en pesticiden en chemicaliën nodig.

Het rondpompen van plastic leidt juist tot meer vervuiling



De Guppy Bag

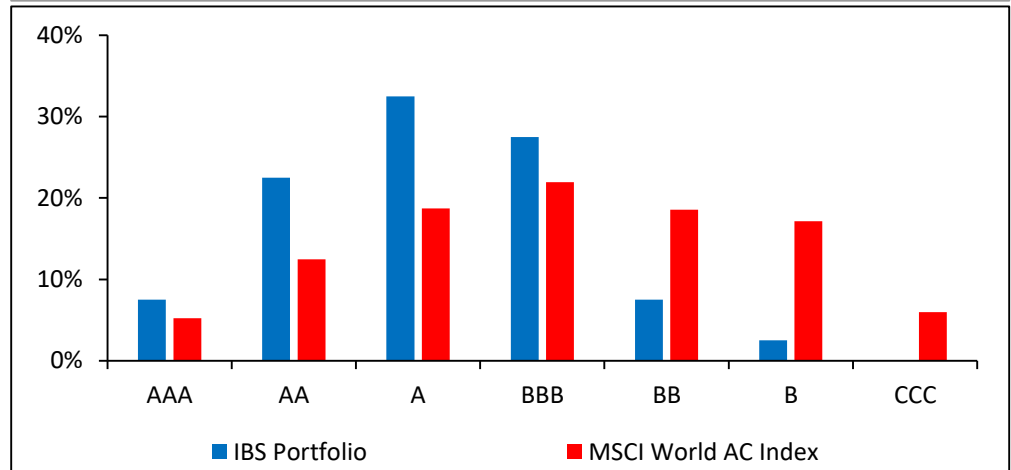




Een duurzame investment grade rating voor de IBS portefeuille

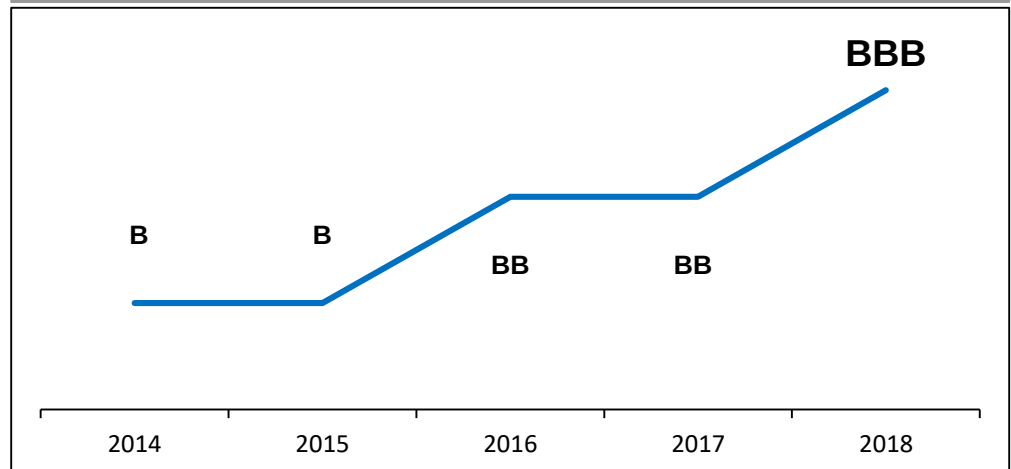
- IBS stuurt in haar duurzame beleggingsbeleid niet specifiek op duurzaamheidsratings.
- Wij hanteren strikte uitsluitingscriteria.
- Toch scoort de IBS-portefeuille hoog op basis van de duurzaamheidsratings die MSCI ESG Research toekent aan bedrijven.
- Op dit moment is de gemiddelde duurzaamheidsrating voor de bedrijven in de IBS-portefeuille een A. De bedrijven in de benchmark scoren gemiddeld een BBB.
- Bovendien heeft 90% van de bedrijven in de IBS-portefeuille een investment grade rating. Ook op dit vlak scoort IBS goed. Want slechts 58% van de bedrijven in de benchmark heeft een investment grade rating.

Duurzaamheidsratings: IBS versus de benchmark (per ultimo 2018)



- In haar corporate responsibility report van 2014, zegt Xilinx het volgende: *"We actively support effort to eliminate the use of Conflict Materials in our supply chain"*. IBS belegt in Xilinx voor haar cliënten.
- Conflictmaterialen zijn grondstoffen die afkomstig zijn uit conflictgebieden. De opbrengsten ervan worden aangewend om het conflict te financieren. De bekendste zijn wolfrام, tin, kobalt, tantalum en goud. Het Responsible Minerals Initiative (RMI) speelt een belangrijke rol. Het voorziet haar leden van informatie en handvaten om tot een juiste selectie van materialen, landen en leveranciers te komen.
- Op 26 februari 2018 kreeg Xilinx eindelijk een investment grade rating. MSCI ESG Research beloonde Xilinx hiermee voor haar inspanningen om het gebruik van conflictmineralen in haar bevoorradingsketen te voorkomen.

Xilinx heeft inmiddels een investment grade rating



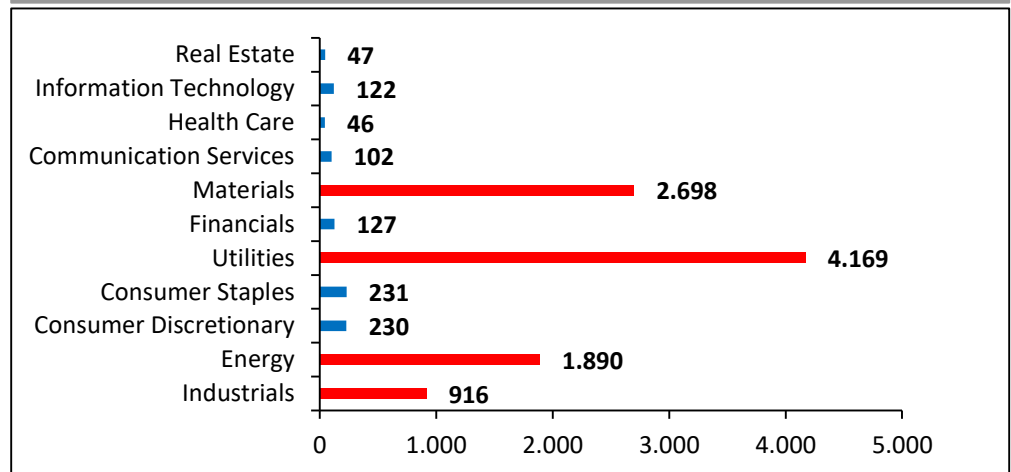


De CO²-uitstoot van de IBS portefeuille

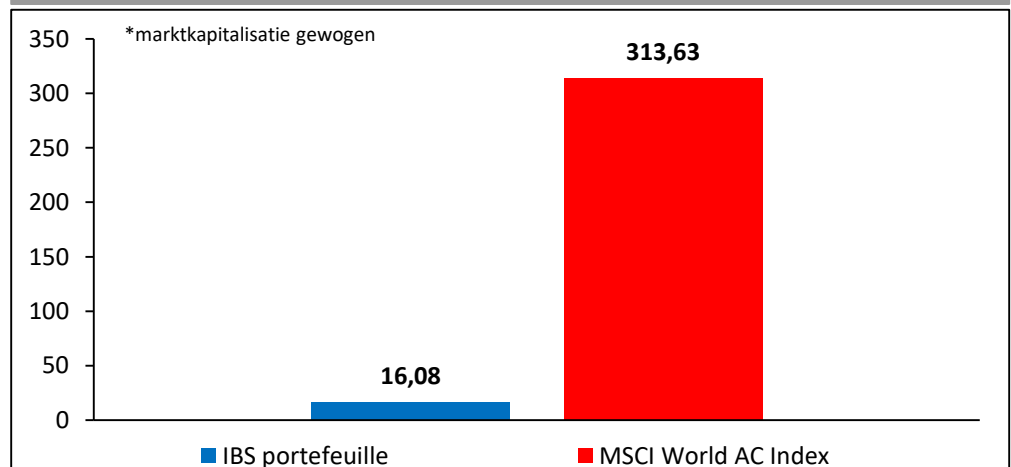
- Het opwarmen van de aarde is sterk gecorreleerd met onze CO²-uitstoot.
- Het reduceren van beleggingen in de bedrijven met de hoogste CO²-uitstoot is daarom één van de speerpunten van een duurzaam beleggingsbeleid.
- IBS tracht door haar uitsluitingscriteria en engagement haar steentje bij te dragen.
- Een drietal sectoren is verantwoordelijk voor het leeuwendeel van de CO²-uitstoot: energie, nutsbedrijven en grondstoffen.
- Deze sectoren gebruiken de meeste fossiele brandstoffen.
- Beleggers die deze sectoren uitsluiten, reduceren de CO²-uitstoot van hun portefeuilles met maar liefst 83%.

- De IBS beleggingsportefeuille stoot veel minder CO² uit dan de benchmark. Maar dat is ook geen kunst als je maar in maximaal 40 aandelen belegt.
- Daarom meten we de CO²-intensiteit van onze portefeuille ten opzichte van die van de benchmark. De CO²-intensiteit wordt gemeten door de CO²-uitstoot in metrische tonnen te delen door de omzet van een bedrijf.
- Zoals u kunt zien in de grafiek hiernaast, stoten de IBS aandelen gemiddeld ruim 16 metrische tonnen CO² uit per miljoen dollar omzet. Voor de bedrijven in de benchmark is dat gemiddeld ruim 313 metrische tonnen.
- Tenslotte scoren onze bedrijven relatief goed voor wat betreft hun initiatieven om de CO²-uitstoot verder te verlagen: 7,5 op een schaal van 1 tot 10. De benchmark scoort een gemiddelde van 5,7.

CO²-uitstoot per sector (in metrische tonnen)



CO²-intensiteit: aantal metrische tonnen CO² per miljoen dollar omzet*





Positionering

Aandelen	Onderwogen	▪ Wij zijn sinds eind oktober maximaal onderwogen in aandelen. ▪ Ons Tactische Activa Model is momenteel negatief. ▪ Drie van de vier risico-indicatoren zijn negatief.
Obligaties	Overwogen	▪ Wij zijn overwogen in obligaties. ▪ Binnen onze vastrentende allocatie zijn we overwogen in overheidsobligaties. ▪ Dit impliceert een onderweging in bedrijfsobligaties. ▪ Obligatierendementen zijn nog steeds onaantrekkelijk. Echter, een hogere allocatie naar obligaties heeft in de huidige beurscorrectie wel haar waarde bewezen. De vastrentende waarden hebben in belangrijke mate bijgedragen aan het stabiliseren van de portefeuilles in het moeilijke vierde kwartaal.
Alternatieven	Overwogen	▪ Onze allocatie naar alternatieven bestaat volledig uit US Treasuries. ▪ Ook de US Treasuries leverden een positieve bijdrage aan de portefeuilles in het vierde kwartaal.



Investment Team



Hans Betlem

Chief Investment Officer

hans.betlem@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 218 88 344



Koen Ronda

Portfolio Manager

koen.ronda@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 237 58 580



Rafi der Kevorkian

Operational Portfolio Manager

rafi.derkevorkian@ibsca.nl
+31 (0) 6 -155 17 182



Reinder Wietsma

Senior Investment Analyst

reinder.wietsma@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 439 28 299



Edo Scholts

Investment Analyst

edo.scholts@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 303 30 888



Johannes Smit

Investment Analyst

Johannes.smit@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 397 51 592



Max Veldkamp

Sustainability Manager

max.veldkamp@ibsca.nl
+31 (0) 6 - 154 68 250



IBS
capital
allies

Deze presentatie is exclusief vervaardigd ten behoeve van en voor intern gebruik door de ontvanger en niets uit deze presentatie mag openbaar worden gemaakt of bekendgemaakt aan een ander dan de ontvanger. Noch deze presentatie, noch enig gedeelte uit deze presentatie mag worden gebruikt voor enig ander doel dan waarvoor deze presentatie is opgesteld zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van IBS. De informatie in deze presentatie geeft de heersende huidige markt weer en onze visie daarop, welke aan verandering onderhevig kunnen zijn. De in dit document opgenomen informatie is samengesteld uit bronnen die als betrouwbaar gelden zonder dat naar de juistheid van die informatie nader onderzoek is gedaan. Geen uitdrukkelijke of impliciete waarborgen of garanties worden gegeven met betrekking tot de juistheid of volledigheid van deze presentatie of de inhoud daarvan. Tevens zal noch deze presentatie noch iets in de presentatie enige verplichting scheppen voor IBS of de basis van enige overeenkomst zijn met IBS of beogen te zijn. De presentatie is geen (beleggings)advies en is ook geen aanbod of uitnodiging tot het doen van effectentransacties.