



IBS
capital
allies



3^e kwartaalverslag 2019

“Purpose is the point. Profit is the result. It’s the natural order of things.”

- Astro Teller -



Resultaten per asset categorie

- Het derde kwartaal van 2019 was wederom een goed kwartaal voor aandelen.
- Ondanks de Brexit chaos, de handelsoorlog en de drone aanvallen op Saoedische olieraffinaderijen.
- De huidige economische expansie is de langste ooit. We hebben al 123 maanden geen recessie meer gehad.
- Beleggers waren dit kwartaal even bezorgd over de inverse rentecurve in de VS. De 2-jaars rente was een korte periode hoger dan de 10-jaars rente. Historisch gezien heeft zo'n inverse rentecurve na één tot anderhalf jaar geleid tot een recessie.
- Krijgen we weer een recessie? We weten het niet. Australië heeft al 28 jaar geen recessie meer gehad. Ondanks het feit dat de rentecurve in het land meermaals anders is geweest.
- De rente bleef maar dalen in het derde kwartaal. De Amerikaanse FED verlaagde de korte rente in twee stappen van 2,5% naar 2%. De 10-jaars rente daalde van 2% naar 1,66%.
- In de Eurozone werd de rente steeds negatiever. De ECB verlaagde de depositorente van -0,4% naar -0,5%. En zij gaat wederom obligaties opkopen. Ook deed Draghi een oproep aan de regeringsleiders om hem te helpen met het opkrikken van de inflatie.
- Hij wil dat de lidstaten meer gaan uitgeven om de economie te stimuleren.
- De Duitse 10-jaars rente daalde van -0,33% naar -0,57%

Rendementen (in euro)

Aandelen	H1 2019	Q3 2019	2019 YTD
MSCI Wereld	16.7%	4.4%	21.8%
MSCI Europa	16.8%	2.6%	19.9%
MSCI Noord-Amerika	19.9%	5.8%	26.8%
MSCI Japan	9.3%	7.5%	17.5%
MSCI Azië Pacific	13.3%	0.1%	13.4%
MSCI Emerging Markets	11.6%	-0.2%	11.5%
Obligaties			
Citigroup EuroBIG Index	5.4%	2.9%	8.5%
Overheidsobligaties	5.7%	3.5%	9.5%
Bedrijfsobligaties	5.3%	1.3%	6.7%
Inflation-linked obligaties	6.9%	6.7%	14.0%
Alternatieven			
Vastgoed (aandelen)	18.0%	8.8%	28.4%
Grondstoffen	14.3%	-0.2%	14.1%
Emerging Market Debt	12.1%	5.1%	17.8%
High Yield Debt	8.1%	-0.6%	7.4%
Liquiditeiten			
Euribor 3 maanden	-0.35%	-0.42%	-0.42%
Inflatie (op jaarbasis)			
Inflatie Eurozone	1.30%	0.90%	0.90%



Wees eens wat aardiger voor iedereen!

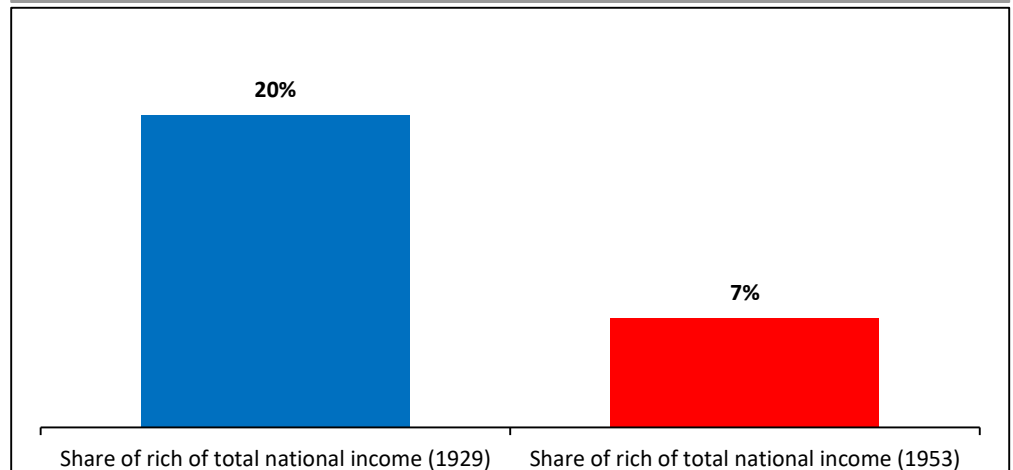
- Na de Tweede Wereldoorlog begon de wederopbouw. We deden het met z'n allen.
- Werknemers kregen een sterke onderhandelingspositie. Hierdoor stegen de lonen van de 'gewone' werknemers sneller dan die van de bazen. Mensen die hard werkten werden gerespecteerd. De rijken een stuk minder.
- Geschiedkundige Frederick Lewis Allen schreef in 1953:
 - *"America has become more prosperous by making the poor less poor... The enormous lead of the well-to-do in the economic race has been considerably reduced ... for the really well-to-do and the rich, whom we might classify as the \$16,000-and-over group, their share of the total national income had come down 13% [in 1929] to 7%."*
- We noemden het management kapitalisme. Het idee dat bedrijven werden gerund door en voor het management en de werknemers.
- Dit systeem werkte prima...Tot het niet meer werkte.

- Net als alle trends, ging ook deze te ver. De vakbonden kregen teveel macht en de aandeelhouders voelden zich achtergesteld. In 1976 schreven twee economen een paper waarin zij betoogden dat bedrijven inefficiënt werkten. Managers moesten zich veel meer gedragen als aandeelhouders.
- In 1990 schreven Jensen en Murphy:
 - *"On average, corporate America pays its most important leaders like bureaucrats... Monetary compensation and stock ownership remain the most effective tools for aligning executive and shareholder interests. Until directors recognize the importance of incentives and adopt compensation systems that truly link pay and performance, large companies and their shareholders will continue to suffer from poor performance."*
- Aldus geschiedde...

Management Kapitalisme



De rijken werden minder belangrijk



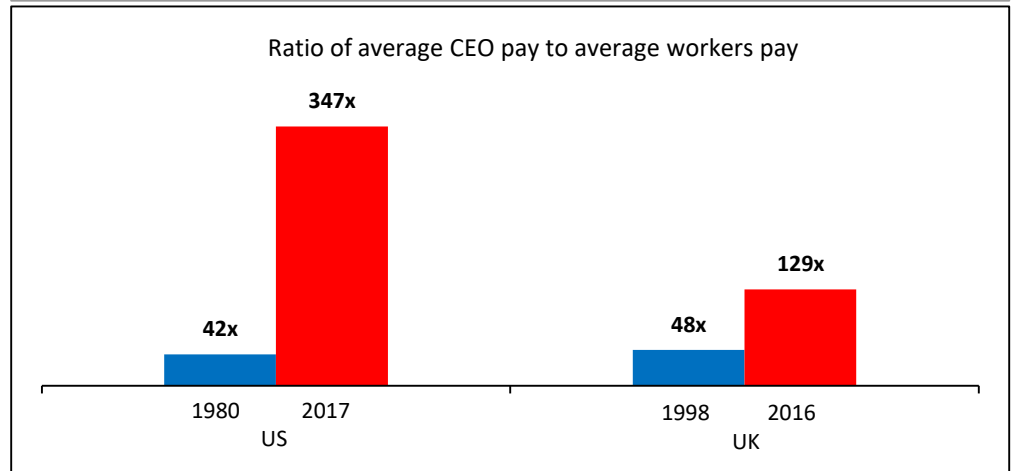


Wees eens wat aardiger voor iedereen!

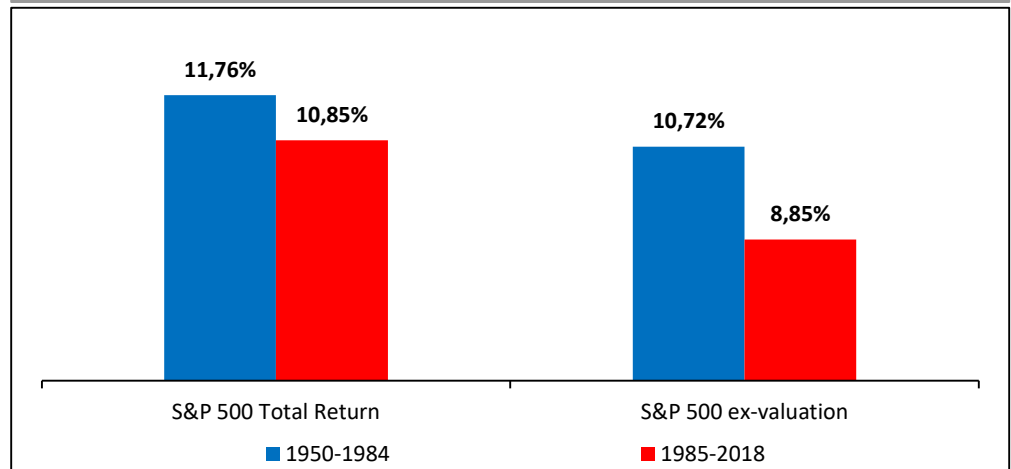
- Het tijdperk van Shareholder Value Maximization (SVM) was aangebroken. De 'corporate raiders' deden hun intrede. Zij boden managers een simpele binaire optie: "verlaag de kosten, of we nemen je over!"
- Ontslagen, fusies en kortingen op de onderzoeksbudgetten waren het logische gevolg van dit nieuwe tijdperk.
- Inmiddels zijn we ruim drie decennia verder. De bedrijfswinsten als percentage van het BNP zijn inmiddels verdubbeld. Maar de lonen zijn achtergebleven. Volgens Jason Furman en Peter Orszag:
- *"From 1948 to 1973, real median family income in the US rose 3% annually. At this rate there was a 96% chance that a child would have a higher income than his or her parents. Since 1973, the median family has seen its real income grow only 0.4% annually. As a result, 28% of children have lower income than their parents did."*

- Heeft het tijdperk van Shareholder Value Maximization beleggers iets opgeleverd? Vergeleken met het tijdperk van management kapitalisme?
- Het lijkt er niet op.
- Laten we de periode van 1950 tot en met 2018 eens opdelen in twee blokken van 34 jaar.
- Van 1950 tot en met 1984, het tijdperk van management kapitalisme, steeg de S&P 500 index jaarlijks met 11,76%. Van 1985 tot en met 2018, het tijdperk van SVM, behaalde de S&P 500 index een jaarlijks rendement van 'slechts' 10,85% per jaar.
- Echter een deel van het rendement van de index werd veroorzaakt doordat beleggers bereid waren meer te betalen voor de bedrijfswinsten. Als we daarvoor corrigeren, loopt het jaarlijks rendement verder op in het voordeel van het management kapitalisme: 10,72% versus 8,85% per jaar.

De CEO's worden steeds beter beloond



Voor aandeelhouder is SVM niet positiever geweest



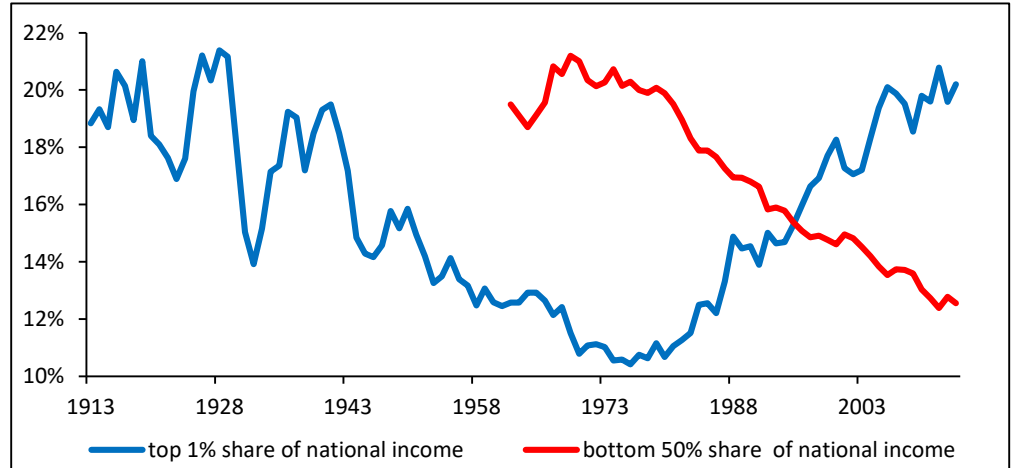


Wees eens wat aardiger voor iedereen!

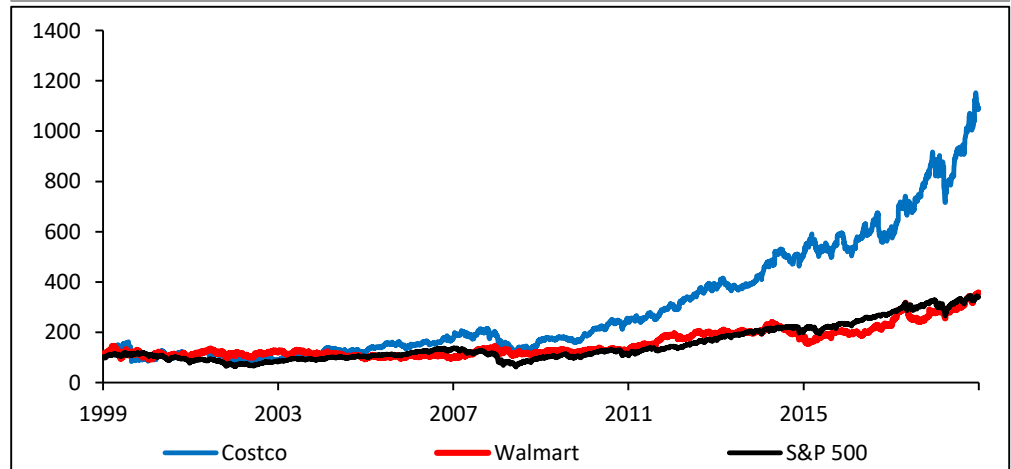
- De laatste jaren verandert de maatschappij en plaatst zij vraagtekens bij Shareholder Value Maximization. Wat zijn de klachten? De ongelijkheid is fors toegenomen en de productiviteit is gedaald.
- Ten eerste zorgde een opgeblazen financiële sector ervoor dat veel talent verdween in een sector die niets toevoegde aan de productiviteit.
- Ten tweede was de focus op kostenbeheersing verantwoordelijk voor een daling in onderzoeksbudgetten en de stagnatie in de lonen.
- Ten derde daalde de concurrentie als gevolg van de opkomst van 'winner-takes-all' markten.
- Tenslotte zorgde het nieuwe beloningssysteem voor een korte termijn focus bij het management. Studies hebben laten zien dat veel managers een winstgevende investering zouden uitstellen als die de kortetermijnwinst negatief beïnvloedt.

- Op 19 augustus 2019 bracht de Business Roundtable een persbericht naar buiten over het **doel** van de onderneming. De CEO's van de grote ondernemingen zeggen hierin:
- *"That companies should no longer advance only the interests of shareholders... They must also invest in their employees, protect the environment and deal fairly and ethically with their suppliers."*
- Want zoals Morgan Housel het verwoordt:
- *"Squeeze your employees and your shareholders will benefit ... for a while. Squeeze your shareholders and your employees will benefit ... for a while. Squeeze your suppliers and your margins will grow ... for a while. Give away your product and your customers will love you ... for a while."*
- Nu zijn we benieuwd naar de concrete maatregelen die de CEO's gaan nemen.

De rijken worden steeds belangrijker



Costco betaalt haar werknemers 70% meer dan Walmart



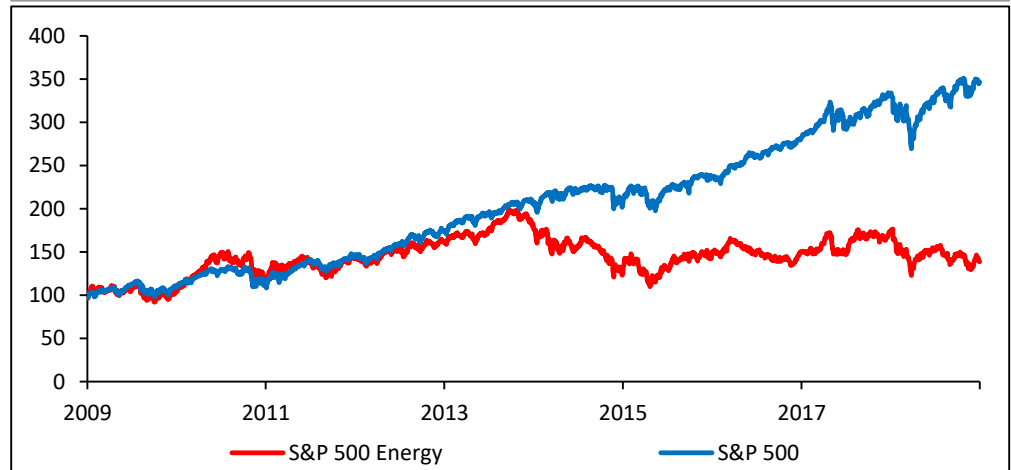


Olie in de spotlight

- Op 15 september vielen Houthi-rebellen de Saoedische olieraffinaderijen aan met drones. De aanslag veroorzaakte voor even een daling van 5% in de wereldwijde olieproductie. De olieprijs schoot hierop ruim 14% omhoog.
- Dit was (tijdelijk) goed nieuws voor olieaandelen. Echter, na 15 dagen was de olieprijs alweer gedaald tot het niveau van voor de aanslag.
- De snelle prijsdaling past in het beeld van een veranderende oliemarkt. Dankzij de Amerikaanse schalieolie producenten is het aanbod de laatste jaren fors gestegen. Lagere olieprijsen waren het gevolg.
- Voor beleggers zijn olieaandelen dus niet meer zo interessant. Een investering in de S&P Energie Index bleef de afgelopen 10 jaar dan ook ruim 200% achter bij de S&P500 Index.

- Een exponent van de verandering in de oliesector is het aandeel Exxon Mobil. Het bedrijf bereikte afgelopen kwartaal een (negatieve) mijlpaal.
- Voor het eerst sinds 1925 staat Exxon Mobil - of één van de bedrijven waaruit het is opgebouwd - niet langer meer in de top 10 van de meest waardevolle bedrijven. De oliegigant is gezakt naar de twaalfde plaats in de S&P 500 Index..
- In 2010 maakte Exxon Mobile nog voor ruim 3% onderdeel uit van de index. Nu is hier nog maar 1,2% van over.
- Microsoft is nu de top dog.
- Het afnemende belang van de energiesector is op de langere termijn nog beter zichtbaar. 40 jaar geleden bestond de index voor maar liefst 25% uit olieaandelen. Nu is dat nog maar 4%.

Beleggen in olie niet interessant



De meest waardevolle bedrijven in de S&P500 Index

2000		2010		2019	
General Electric	4,07%	Exxon Mobil	3,08%	Microsoft	4,30%
Exxon Mobil	2,59%	Apple	2,47%	Apple	3,90%
Pfizer	2,49%	Microsoft	2,00%	Amazon	2,95%
Citigroup	2,46%	Berkshire Hathaway	1,66%	Facebook	1,77%
Cisco	2,36%	General Electric	1,63%	Berkshire Hathaway	1,66%
Wal-Mart	2,03%	Wal-Mart	1,61%	JPMorgan Chase	1,50%
Microsoft	1,98%	Google	1,59%	Alphabet	1,49%
AIG	1,97%	Chevron	1,54%	Johnson & Johnson	1,44%
Merck & Co	1,85%	IBM	1,52%	Procter & Gamble	1,27%
Intel	1,73%	Procter & Gamble	1,51%	Visa	1,24%
23,53%		18,61%		21,52%	



De AEX wordt voor 10% Chinees!

- Het Zuid-Afrikaanse Naspers kocht in 2001 een belang van 45,6% in Tencent. Naspers betaalde hiervoor \$32 miljoen. Het bleek één van de beste investeringen aller tijden. De waarde van het belang in Tencent is op dit moment \$110 miljard waard. Een rendement van 343.000%!
- Tencent is het bedrijf achter WeChat, dat inmiddels niet meer is weg te denken uit het leven van alledag in China. WeChat is dé alles-in-1 app voor sociale networking, gamen, betalen, eten bestellen en vele andere toepassingen.
- Dankzij het belang in Tencent en enkele kleinere investeringen, zoals het Russische sociale netwerk mail.ru en maaltijdbezorger Delivery Hero, groeide Naspers uit tot een internetgigant.
- Naspers werd te groot voor Zuid-Afrika. Het maakte recentelijk zelfs voor 25% deel uit van de aandelenindex.

- Hierdoor besloot het management van Naspers om het belang van Tencent en de andere internetinvesteringen onder te brengen in een nieuwe holding: Prosus.
- Het management verwacht zo meer internationale investeerders te vinden.
- Op 11 september werd de beursgang van Prosus in Amsterdam een feit. In één klap was de Nederlandse beurs een internetgigant rijker.
- Ook in Nederland zal de nieuwe holding een zwaargewicht worden. Met een waarde van meer dan 100 miljard euro is Prosus na Koninklijke Olie en Unilever direct het meest waardevolle bedrijf op de Amsterdamse beurs.
- Bij de volgende herweging krijgt Prosus een weging van ruim 10% in de AEX. AEX indexbeleggers beleggen dan voor 10% in China.

De investeringen van Prosus



De beursintroductie van Prosus



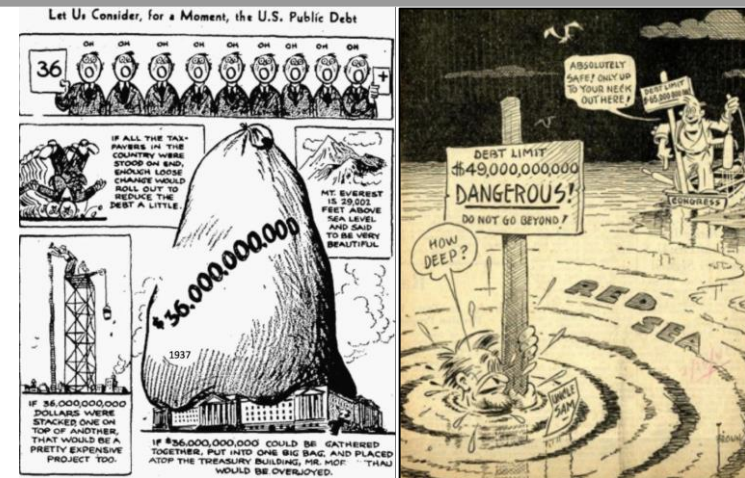


Wie is er bang voor de boze wolf?

- Op dit moment is de totale staatsschuld van de Verenigde Staten ruim \$22 biljoen.
- Veel beleggers zijn bezorgd over die enorme staatsschuld.
- Terecht of onterecht?
- Die zorgen over de Amerikaanse staatsschuld zijn echter niet nieuw.
- Al in 1935 uit advocaat Benjamin Roth zijn zorgen over de 'enorme' staatsschuld:
"I am personally very much concerned with the question of inflation and it seems to me there is a grave possibility it will come unless the government at once balances its budget. With an election coming this seems out of the question. Every year since Roosevelt took office has seen us deeper in debt. We now owe \$35 billion and 1936 seems to promise more spending than ever because it is an election year."

- Op dit moment dweept 'links' Amerika met de Nieuwe Monetaire Theorie (MMT).
- MMT stelt dat een land dat haar eigen valuta drukt nooit failliet kan gaan. Omdat zo'n land altijd geld kan drukken om de rente te betalen. De VS zijn zo'n land.
- Daarom stellen de aanhangers van MMT dat het onzinnig is om onszelf druk te maken over de staatsschuld van de VS.
- De adoptie van MMT betekent dat overheden de uitgaven fors kunnen opschroeven, om zo de economische groei te stimuleren. Zeker nu de rente extreem laag tot zelfs negatief is.
- De vrees bestaat dat het monetaire beleid niet meer effectief is in het stimuleren van de economische groei.
- Ook Draghi lijkt langzaam overstag te gaan ([klik](#)).

Zorgen over de Amerikaanse staatsschuld zijn niet nieuw



Draghi overstag?



Draghi Says ECB Should Examine New Ideas Like MMT
[bloomberg.com](https://www.bloomberg.com)

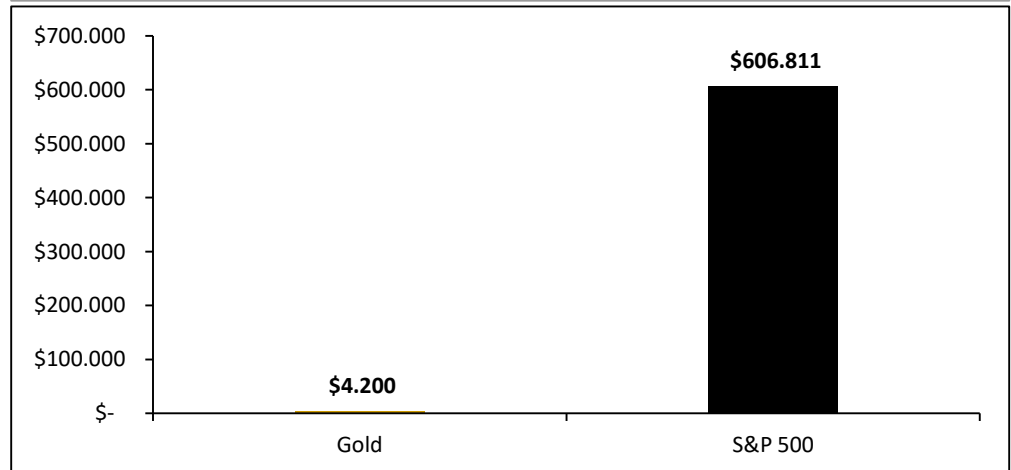


Wie is er bang voor de boze wolf?

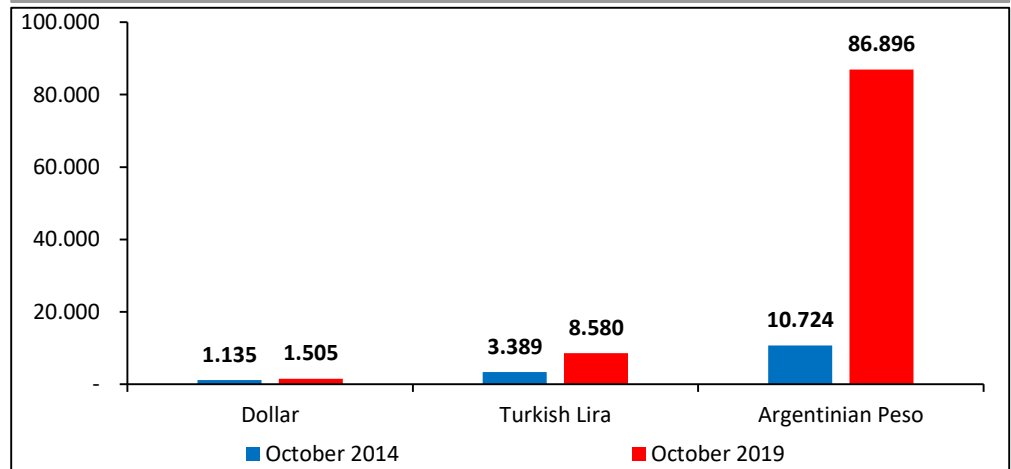
- Ook Warren Buffett deed in een duit in het zakje in zijn laatste Shareholder Letter.
- Hij schrijft hierin dat hij op 11 maart 1942 startte met beleggen. Zijn startkapitaal was \$114,75. Als hij dat geld toentertijd had belegd in de S&P 500 index, was dit bedrag op 31 januari 2019 aangegroeid tot een vermogen van \$606.811.
- Gedurende diezelfde 77 jaar steeg de Amerikaanse staatsschuld met ruim 40.000%.
- Stel, zegt Buffett, dat je toen die stijging van de staatsschuld had voorspeld. En je had voor die \$114,75 - om jezelf te beschermen - goud gekocht. Wat had die bescherming je opgeleverd? Dan was die \$114,75 aangegroeid tot slechts \$4.200.
- \$4.200 is **minder dan 1%** van \$606.811.
- Warren Buffett prefereert dan ook ten alle tijden een goede gespreide belegging in Amerikaanse bedrijven boven een belegging in goud.

- Wanneer moet je dan wel beleggen in dit barbaarse relikwie?
- Van 1920 tot en met 1923 steeg de goudprijs van 160 naar 48 biljoen Duitse marken per ounce. En van 1989 tot en met 2000 steeg de goudprijs van 1.600 naar 8.120.000 Russische roebels per ounce.
- In beide gevallen was er sprake van hyperinflatie.
- Ook de inwoners van Turkije en Argentinië profiteerden in de afgelopen vijf jaar van hun belegging in goud. Beide landen zuchten al jaren onder een wanbeleid. Forse inflatie en een devaluatie van de valuta waren het gevolg.
- Op dit moment is de inflatie in Argentinië op jaarbasis 54,5%. In Turkije is de inflatie op dit moment 9,25%. Maar nog niet zo lang geleden daalde de koopkracht van de lire met ruim 25% op jaarbasis.

Goud een goede bescherming tegen de oplopende staatsschuld?



Goud in Amerikaanse dollars, de Turkse lire en de Argentijnse Peso



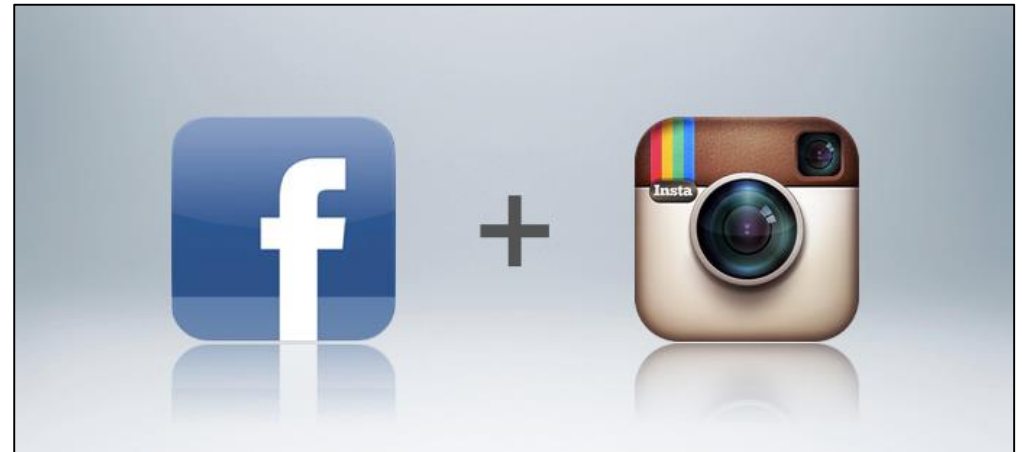


“A billion dollars of money?!” For a thing that kind of ruins your pictures?”

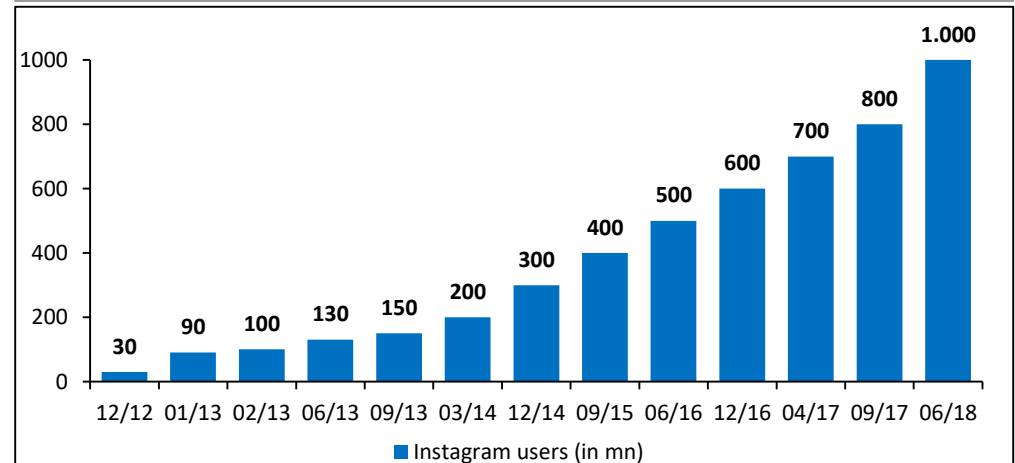
- Facebook kondigde op 9 april 2012 aan het *photo sharing* platform Instagram te kopen. Voor maar liefst \$1 miljard in cash en aandelen.
- Instagram had op dat moment 30 miljoen gebruikers en maar 13 werknemers. Facebook betaalde dus \$77 miljoen per werknemer.
- In de media werd er schande over gesproken. Hoe kon Facebook 1 miljard dollar betalen voor een zwaar verlieslijdend en onbekend bedrijf? Dat is net zoveel per werknemer als Juventus afgelopen zomer voor Matthijs de Ligt betaalde.
- Achteraf gezien kunnen we de overname van Instagram in het rijtje van de beste overnames ooit plaatsen. En in het rijtje van de goedkoopste.
- Op dit moment wordt de waarde van Instagram geschat op meer dan \$100 miljard.
- Geen slecht rendement... en een concurrent minder.

- Instagram vertegenwoordigt momenteel zeker een kwart van de totale beurswaarde van Facebook. En Instagram groeit sneller dan Facebook.
- De omzet van Instagram wordt geschat op \$11 miljard.
- Het aantal gebruikers van Instagram is inmiddels gestegen van 30 miljoen naar ruim een miljard.
- Samen met Facebook is Instagram een droom voor adverteerders: gerichte marketing met directe feedback en meetbare resultaten op advertenties.
- Ook Jon Stewart van de Daily Show – de man die bovenstaande quote uitte – is bekeerd. Ook hij heeft een Instagram account.
- Zou Jon nog steeds vinden dat Instagram zijn foto's verpest?

Een perfecte en goedkope match



Van 30 miljoen naar 1 miljard gebruikers





Instagram succesvol dankzij of ondanks Facebook?

- Sommige politici in de VS willen de grote technologiebedrijven maar wat graag opbreken. De democratische presidentskandidate Elizabeth Warren is hier één van. Tijdens een speech in Long Island City hield ze haar gehoor voor:
- *"We have these giant corporations — do I have to tell that to people in Long Island City? — that think they can roll over everyone. I'm sick of freeloading billionaires."*
- De reactie van Mark Zuckerberg:
- *"If she gets elected president, then I would bet that we will have a legal challenge, and I would bet that we will win. Does that still suck for us? Yeah. I mean, I don't want to have a major lawsuit against our own government."*
- Het antwoord van Elizabeth Warren staat hiernaast...
- De Federal Trade Commission (FTC) is inmiddels een onderzoek begonnen naar de overname van Instagram door Facebook.

- De overname van Instagram kan zeven jaar na dato worden teruggedraaid met als argument dat Facebook bewust concurrentie uitschakelde door die concurrent simpelweg te kopen.
- Maar diezelfde FTC keurde de overname van Instagram door Facebook goed in 2012! Een sterk staaltje *hindsight bias*: alles is logisch als je weet hoe het verhaal afloopt.
- Is Instagram een succes dankzij Facebook of ondanks Facebook?
- Achteraf kan niemand bewijzen dat Instagram ook zonder een overname door Facebook zou zijn gegroeid naar 1 miljard gebruikers. Helaas hebben we niet de beschikking over een parallel universum waarin Instagram niet werd overgenomen door Facebook
- En zou Elizabeth Warren Facebook ook willen opbreken als Instagram was mislukt?

Corrupt systeem?



Elizabeth Warren ✓
@ewarren

What would really "suck" is if we don't fix a corrupt system that lets giant companies like Facebook engage in illegal anticompetitive practices, stomp on consumer privacy rights, and repeatedly fumble their responsibility to protect our democracy.

twitter.com/JimPethokoukis...

Achteraf weten we altijd hoe het had gemoeten



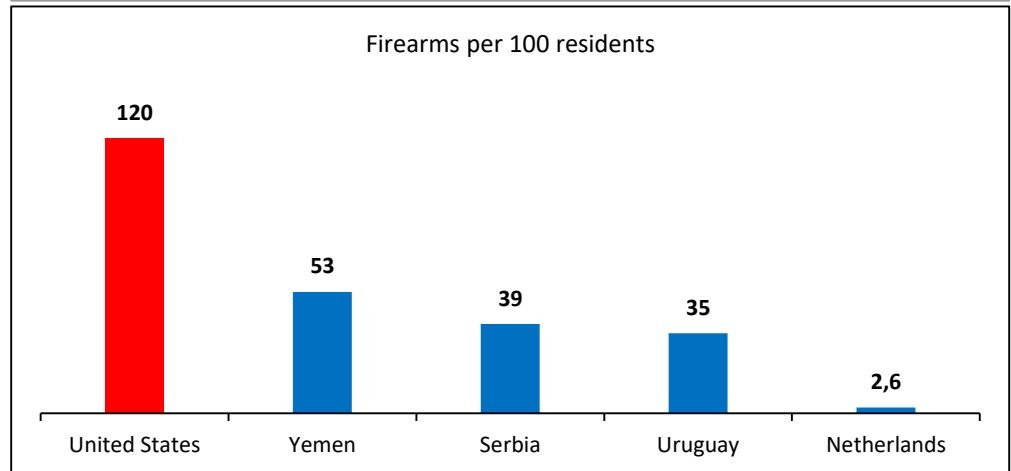


Guns don't kill people, people do?

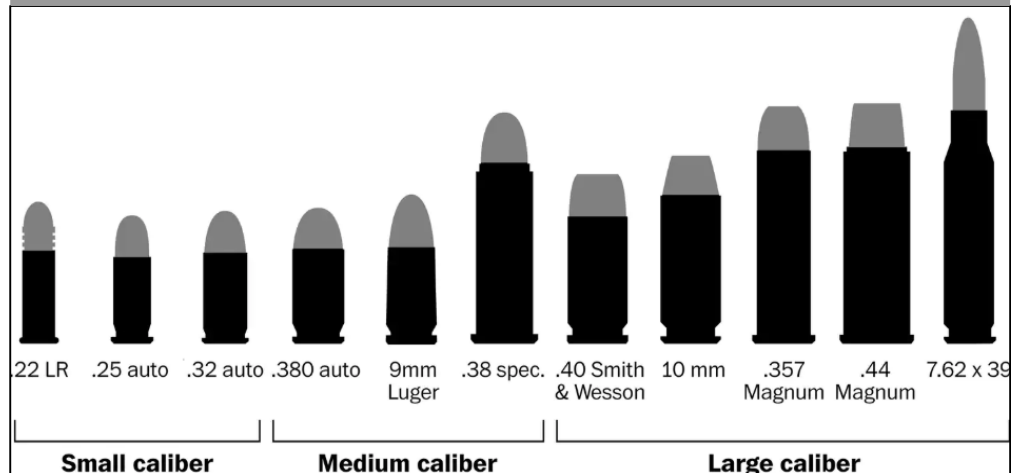
- Op 3 augustus 2019 schoot Patrick Crusius 22 mensen dood in een vestiging van Walmart in El Paso, Texas.
- Precies een dag later schoot Connor Betts binnen 36 seconden negen mensen dood in Dayton, Ohio. Hij werd zelf door een agent doodgeschoten.
- Het kopen van een wapen is in de Verenigde Staten net zo makkelijk als het kopen van een fiets. De Verenigde Staten hebben dan ook met afstand de hoogste vuurwapenconcentratie ter wereld. Elke Amerikaan heeft gemiddeld 1,2 vuurwapens.
- De schietpartijen hebben de discussie over vuurwapenbezit weer eens flink op doen laaien. Voorstanders van een strengere wetgeving wijzen op de zoveelste onnodige schietpartij met legaal gekochte wapens.
- Tegenstanders zeggen dat je de wapens niet moet bekritisieren. Maar de gekken die in het wilde weg mensen doodschieten.

- *"Guns don't kill people, people do,"* is een veel gebruikt argument ter verdediging van het wapenbezit.
- Maar klopt die bewering?
- Uiteindelijk is geen enkel object, dat wordt gebruikt voor een misdaad, schuldig. Dat is altijd de gebruiker. We beschuldigen ook niet de auto van het veroorzaken van een ongeluk.
- Toch is dit argument misleidend. Uit onderzoek blijkt dat de kans op een fataal schot met groot kaliber munitie 4,5 keer groter is dan met klein kaliber munitie.
- Bovendien zeggen de voorstanders van wapenbezit dat ze zichzelf en hun naasten willen kunnen verdedigen.
- Met een AK-47..?

Meer vuurwapens dan inwoners in de Verenigde Staten



Groot kaliber maakt uit!



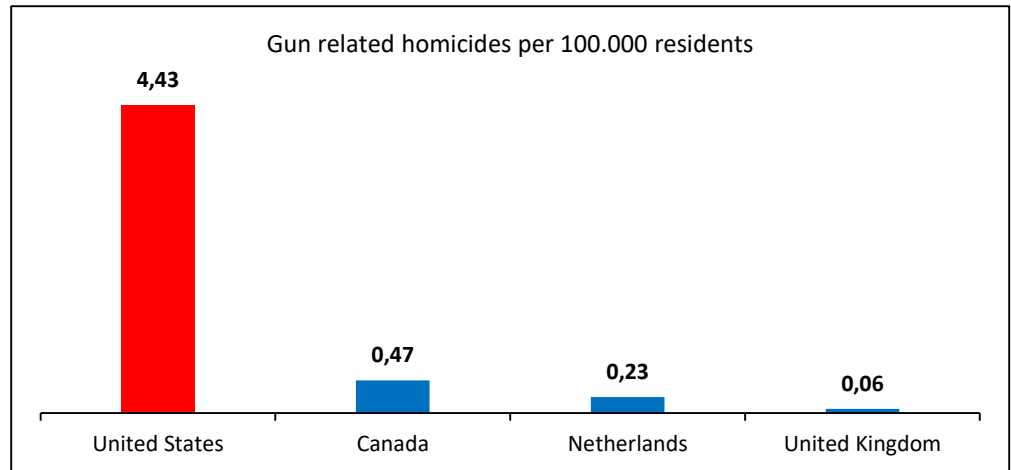


Guns don't kill people, people do?

- Alarmerende onderzoeken en protesten hebben tot dusver niet geleid tot echte politieke veranderingen.
- De wapenwetgeving ligt in de Verenigde Staten zeer gevoelig. Dit komt door de sterke pro-wapen lobby van de National Rifle Association (NRA).
- De NRA heeft vijftien miljoen leden en dus veel politieke invloed. Het zijn best veel potentiële kiezers.
- Het bedrijfsleven reageert sneller op de groeiende angst en onvrede. Walmart, een belangrijke wapenverkoper in de VS, maakte onlangs bekend te stoppen met de verkoop van zware munitie en dito wapens.
- Amazon en eBay hebben al een algeheel verbod op vuurwapenverkoop ingesteld. En Salesforce verkoopt geen software meer aan wapenfabrikanten.

- Bij IBS houden wij rekening met de impact van onze beleggingen.
- In samenwerking met Goede Doelen Nederland hebben wij richtlijnen opgesteld.
- Wij sluiten bedrijven uit met een business model dat conflicteert met de UN Global Compact Principles.
- IBS screent bedrijven op basis van haar duurzaamheidscriteria met behulp van de MSCI ESG Research database.
- Wij sluiten bedrijven die wapens produceren of verkopen uit.
- Dit betekent dat wij momenteel 26 bedrijven uitsluiten op basis van hun activiteiten in de wapensector.
- Dat is 0.94% van ons universum.

In de VS worden 19x zoveel mensen doodgeschoten als in Nederland



Komt er ook een strengere wetgeving?





Positionering

Aandelen	Neutraal	▪ Wij hebben momenteel een neutrale positie in aandelen. ▪ Twee van onze vier risico-indicatoren zijn positief. ▪ Wij zijn fors onderwogen in Opkomende Markten.
Obligaties	Neutraal	▪ Wij hebben ook een neutrale positie in obligaties. ▪ Binnen onze vastrentende allocatie zijn we overwogen in overheidsobligaties. ▪ Ondanks de lage rente was het toch een goed kwartaal voor obligaties.
Alternatieven	Onderwogen	▪ Wij hebben momenteel geen positie in alternatieven.



Investment Team



Hans Betlem

Chief Investment Officer

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



Reinder Wietsma

Portfolio Manager

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



Max Veldkamp

Sustainability Manager

Max.veldkamp@ibsc.nl
+31(0) 6 – 6 154 68 250



Rafi der Kevorkian

Operational Portfolio Manager

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



Edo Scholts

Investment Analyst

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



Johannes Smit

Investment Analyst

johannes.smit@ibsc.nl
+31 (0) 6 - 397 51 592

De Cuserstraat 87
1081 CN Amsterdam
+ 31 (0) 20 - 51 41 780
info@ibsc.nl
www.ibsc.nl



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.