



EDITO

De TINA à TARA

TINA (There Is No Alternative) est terminé. **TARA (There Are Real Alternatives) est désormais le nouveau mantra**, avec le Cash qui bat toutes les classes d'actifs cette année.

Est-ce une correction saine ou le début d'un marché baissier? Le S&P500 est en baisse de près de 10% sur le mois dernier. Depuis 2009, cela a (presque) marqué le point bas de chaque épisode baissier. Cependant, avant cela, ce n'était que le début des marchés baissiers de 2000-03 et de 2007-2009.

La baisse récente semble être très semblable aux corrections précédentes. Ces corrections ont spécifiquement coïncidé avec des périodes où le marché avait fortement dévié de sa tendance haussière. Faut-il acheter après la baisse comme d'habitude? **Cette fois c'est peut-être différent.**

Nous voyons 10 raisons pour être moins complaisant. 1. La Fed augmente ses taux en territoire restrictif après un long cycle de détente ; 2. La Fed réduit son bilan (QT) après avoir fait du QE. 3. L'administration américaine a enclenché une « guerre commerciale » qui impacte la croissance mondiale. 4. Le cycle économique est désormais mature, le cycle de reprise étant derrière nous. 5. L'endettement record est menacé par la hausse des taux après un cycle de ré-endettement avec des taux d'intérêt extrêmement bas. 6. Le cycle de consommation est désormais mature (logement, auto). 7. Les banques centrales sont désormais dans une course à la normalisation après une phase de stimulation synchronisée. 8. Pic des résultats des sociétés. 9. Pic de valorisation. 10. Inflexion du sentiment des investisseurs après une phase de peur de manquer la hausse.

Nous sommes convaincus que les processus de gestion de portefeuille vont passer d'un « **buying dips** » (acheter les replis) à « **selling rallies** » (vendre les hausses), du moins jusqu'à ce que la situation technique change. **Le plan d'action pour les prochains mois est donc le suivant :**



Fernand Léger, *The Railway Crossing (Sketch)*, 1919, France

1. Réévaluer l'allocation stratégique globale;
2. Chercher à accroître l'exposition aux obligations afin de réduire la volatilité;
3. Utilisez les phases haussières pour augmenter le taux de liquidités (le Cash constitue une couverture de portefeuille gratuite);
4. Revoir toutes les positions du portefeuille;
5. Chercher des opportunités (par exemple l'or);
6. Ajouter des couvertures aux portefeuilles (Cash puis positions shorts en cas de ruptures de tendances);
7. Implémenter des idées opportunistes (exploiter les rotations techniques et fondamentales);
8. Renforcer la discipline (gestion plus stricte des pertes);
9. Vendre la volatilité implicite seulement après une correction supérieure à 15-20%;
10. Augmenter le niveau de diversification, éviter les excès de concentration / levier / illiquidité.

L'objectif est d'éviter d'être en situation de « panic selling ». Certains disent que c'est le début d'un marché baissier, d'autres affirment qu'il s'agit d'une opportunité d'achat. **Il est peu raisonnable de prétendre maîtriser le timing du débouclage de la bulle planifiée par les banques centrales.**

Comme le conseillait Périclès il y a 2500 ans, **"l'important n'est pas de prédire l'avenir, mais de s'y préparer."**

Emmanuel Ferry

Directeur des Investissements
+41 22 316 02 16
emmanuel.ferry@parisbertrand.com

Pour plus d'information :



Rina Neziri

Responsable de publication
+41 22 316 02 45
rina.neziri@parisbertrand.com



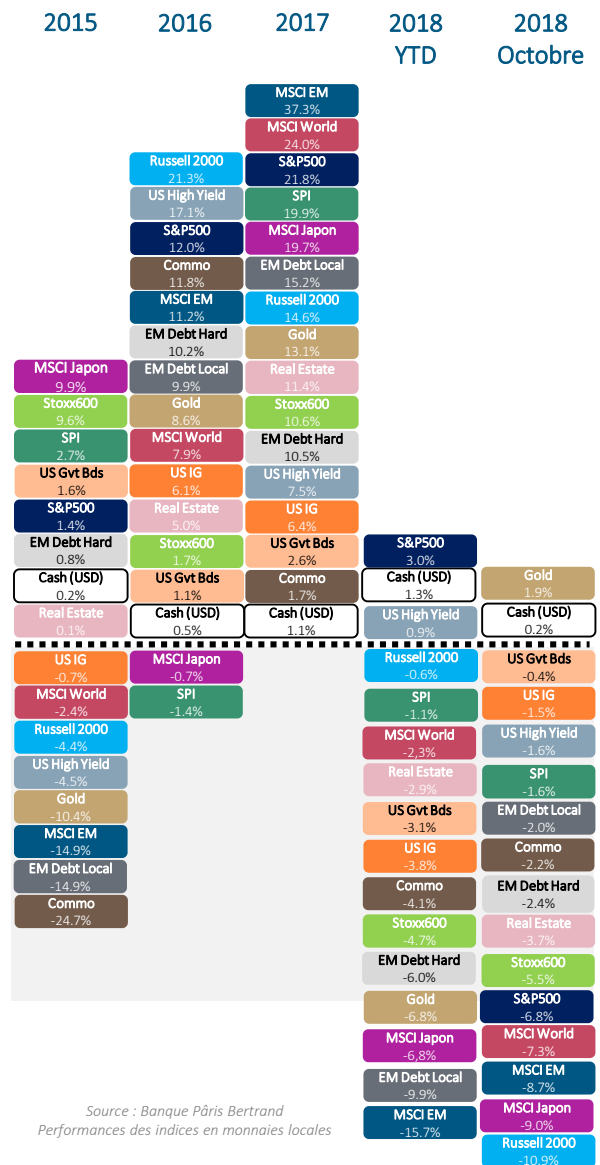
PERFORMANCES DES MARCHÉS

La **correction des marchés** au mois d'octobre (Actions mondiales -7.3%) marque une **étape importante dans le cycle**. C'est le premier événement de cette ampleur depuis 2016 en terme d'ajustement de valorisation sur les Actions. Et c'est aussi une crise de positionnement. Le ton hawkish adopté par la Fed depuis le FOMC de septembre a sans conteste joué un rôle important dans le sell-off. Le durcissement monétaire s'est ajouté aux premiers effets réels de la guerre commerciale, dans un contexte d'inflexion de la conjoncture mondiale tirée par la Chine et d'intensification du risque italien.

Le **marché Actions US et le secteur de la Tech n'ont cette fois-ci pas été isolés de la baisse** : le S&P500 perd -6.8%. Le secteur Tech a perdu -8.1% et le Nasdaq -9.2%, son pire mois depuis novembre 2008. La bonne saison des résultats des sociétés n'a pas été un facteur de soutien, dans un contexte largement dominé par les facteurs macro. En devise locale, l'Europe (-5.5%) a surperformé les Etats-Unis, contrairement au Japon (-9.0%) et aux Emergents (-8.7%). La volatilité a augmenté (VIX +9pts à 21.2), sans toutefois sur-réagir comme lors des précédents sell-off.

La **classe d'actifs obligataire n'a pas apporté de diversification** : l'indice Global Agg est inchangé sur le mois (-0.2%). Le rallye de -9pb du taux US 10 ans depuis son point haut de début octobre (3.23%) le laisse en hausse de +8pb (3.14%) sur le mois. Les **spreads de Crédit se sont écartés** (High Yield US +43pb), en montrant toutefois une certaine résistance face à l'ampleur de la baisse des marchés Actions.

L'**Or a été le seul actif diversifiant du risque Actions** (+1.8%), confirmant sa capacité à être un meilleur actifs risk-off que les obligations dans le contexte actuel. Le complexe Matières Premières dans son ensemble a plutôt bien tenu sur le mois (-2.2%).



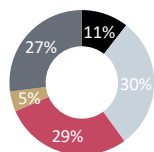
Source : Banque Pâris Bertrand
Performances des indices en monnaies locales

Performances annuelles par classes d'actifs

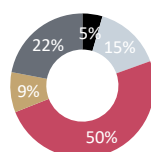
GESTION DISCRÉTIONNAIRE PB

Allocation de portefeuilles en EUR

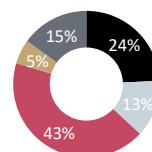
Défensif



Equilibré



Flexible



- Cash
- Fixed Income
- Equities
- Commodities
- Alternative

Source : Banque Pâris Bertrand

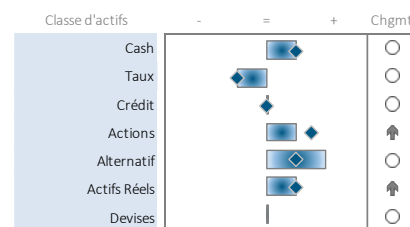
Le positionnement mature du cycle nous conduit à privilégier **4 axes** : 1/ surpondération Actions avec un focus sur la génération d'alpha, 2/ une orientation pro-inflation (duration courte, Or, Matières Premières, EM), 3/ une diversification vers l'Alternatif compte tenu des valorisations élevées sur l'ensemble des classes d'actifs, 4/ profiter des pics de volatilité en étant *contrarian*.

L'exposition FX est maîtrisée en raison de la faible visibilité sur le change. **L'exposition dollar des portefeuilles est neutre.**

ALLOCATION D'ACTIFS

L'année 2018 est celle des surprises et des erreurs de prévisions : la sous-performance des marchés non-US, le retournement de politique monétaire dans les EM (de détente à resserrement), le retournement des marchés EM (changes, dette et marchés actions), le retour du dollar. **Trois thèmes clés se dessinent cette année** : 1/ la divergence cyclique entre les Etats-Unis et le reste du monde ; 2/ les impacts de la guerre commerciale sur la croissance mondiale ; 3/ le resserrement des conditions financières (taux, liquidité). L'année 2018 marque le retour à la moyenne après une année 2017 hors normes. La seconde plus longue phase d'expansion de l'après-guerre aux Etats-Unis a créé **des déséquilibres multiples** sur le plan des fondamentaux (dette publique et privée record, marché du travail tendu) et des valorisations des actifs financiers. Cela rend les marchés **plus sensibles à des chocs** (politiques, géopolitiques, économiques et financiers). En matière de stratégie d'investissement, 2018 marque une rupture structurelle, avec **l'amorce d'une orientation plus défensive**.

Allocation stratégique à 12 mois (■) et allocation tactique à 3 mois (◆)



Source : Banque Pâris Bertrand

Actions	Nous anticipons un changement de mentalité, de “buying dips” à “selling rallies” , tant que le contexte technique reste inchangé. Les perspectives à moyen terme ne sont pas inspirantes, mais les Actions ne priment plus la perfection. L'expansion US est longue mais pas encore terminée. Les perspectives bénéficiaires 2019 restent bien orientées, mais à un rythme moins soutenu. Les multiples de valorisation (P/E) ont connu un derating vers les niveau de milieu de cycle . La corrélation entre Actions et Govies demeure négative et la prime de risque (yield gap) demeure élevée en dehors des US. Les investisseurs ont réduit leur risque à court terme et le sentiment est devenu plus négatif. Le de-risking n'est pas terminé, mais une première étape est déjà effectuée. La saisonnalité en Nov-Déc. est positive et les rachats d'actions vont reprendre.
Taux	Les divergences de politique monétaire atteindront leur point maximum au T4 2018 : le cycle de resserrement est déjà bien avancé et la Fed a annoncé un ralentissement du rythme de resserrement au voisinage de la neutralité (estimé à 3%). Les taux d'intérêt réels en Allemagne sont toujours négatifs, ce qui constitue une anomalie qui devrait progressivement se corriger. La BCE devrait entamer une amorce de relèvement de ses taux directeurs en 2019. Dans les EM, le niveau élevé des taux d'intérêt réels reflète les pressions sur le change. Le potentiel de détente est important mais est conditionné à une stabilisation de l'environnement macro-financier (fin des sorties de capitaux, stabilisation du dollar, diminution des risques politiques spécifiques). La courbe US pourrait être inversée d'ici la fin de l'année.
Crédit	Valorisations extrêmes et forte hétérogénéité en matière de qualité de bilan . Le taux de défaut devrait rester très faible en 2018. Le levier net est élevé mais la couverture des frais financiers est excellente. Le cycle de crédit est mature. Un retournement conjoncturel et une remontée de la volatilité sont un préalable à une hausse des défauts. Aux US, le processus de normalisation de la Fed correctement télégraphié a été facilement absorbé par les spreads. La crise EM (Turquie, Argentine) constitue un signal précurseur du contexte de fragilité hérité de la gestion de la crise financière. La contagion vers les segments les plus fragiles de la dette constitue une menace importante. Dans le Crédit, le risque réside dans le poids important du BBB susceptible de basculer dans le HY.
Actifs Réels	L'output gap dans les DM est proche de zéro , ce qui signale une accélération prochaine des pressions inflationnistes, validant une prolongation du business cycle et du cycle monétaire. Les REITs aux US ont désormais plus de valeur qu'en Europe, qui reste dans l'attente d'un rattrapage des taux. Le niveau du cycle redonne de l'intérêt à s'exposer positivement à l'inflation via les matières premières (faible corrélation avec les classes d'actifs traditionnels, augmentation du risque d'inflation, portage positif, risque de rupture de l'offre dans le pétrole en cas de tensions au Moyen-Orient). Plus spécifiquement, l'Or retrouve progressivement de l'attractivité (diversification du risque Actions et dollar, convexité face au risque inflationniste, retour du facteur politique).
Alternatif	Augmenter les expositions non-directionnelles (Global macro, Long/Short Equity Market Neutral, CTA).
Devises	Le manque de conviction dans les changes plaide pour une position neutre en risque FX. Le dollar est désormais sur un cycle baissier (-10% en 2017 pour le taux de change effectif réel vs. +30% sur 2011-16) : business cycle mature, réduction des écarts de taux, retour des twin deficits, relance fiscale trop tardive. Tout rebond du dollar (comme lors du S1 2018 : +7%) est une opportunité pour réduire son exposition. L'appréciation de l'euro en 2017 a été trop rapide pour être soutenable. Le retracement de 2018 était inévitable. Mais en niveau, il demeure largement sous-évalué. Les devises EM ne profitent plus du portage positif compte tenu de l'inversion de la dynamique de flux. Le CHF redevient une devise risk-off (moins surévaluée, inflexion de la position de la BNS). Le GBP reste sous pression (Brexit, instabilité politique). La dépréciation du Yen est conditionnée à une remontée des taux d'intérêt à long terme aux US. Le Yen reste le meilleur hedge en cas de stress financier.

CONVICTIONS

Vers un retour du style Value



Plusieurs indices, micro, macro et comportementaux, permettent d'envisager un retour du style Value.

Le style Value aux Etats-Unis connaît sa pire décennie jamais enregistrée. Entre fin 2007 et aujourd'hui, l'indice Russell 1000 Value a sous performé le Russell 1000 Growth de 82%, soit 3.5% par an. Cette sous performance a été quasiment ininterrompue excepté deux brefs épisodes de reprise, en 2013 et 2016. En 2018, le monde de la gestion Value est donc en déshérence, la plupart des fonds ayant soit disparu, soit évolué vers un style différent. Mais plusieurs indices permettent aujourd'hui d'envisager un retour du Value.

Trop de complaisance sur la projection des tendances passées

D'un point de vue microéconomique, la surperformance des Actions Growth est étroitement liée au succès des monopoles numériques. Or on constate que les attentes de croissance à long terme des profits du Russell 1000 Growth ont récemment atteint des niveaux records, jamais vus depuis l'époque de la bulle TMT. Ceci traduit un degré élevé de complaisance et on sait que l'émergence de nouveaux paradigmes finit par se heurter aux réalités des cycles de « destruction créatrice ».

Un environnement macro en phase de normalisation

Sur le plan macroéconomique, les Actions Growth ont été portées par l'environnement post crise financière, caractérisé par une croissance faible, peu d'inflation et un Policy-mix très accommodant. Cet environnement est en train d'évoluer, au moins aux USA, et le retour d'un environnement avec plus d'inflation et des taux réels positifs est en mesure de changer la donne sur les marchés Actions.

Des écarts de valorisation extrêmes

D'un point de vue comportemental enfin, la dispersion des valorisations, autrement dit l'écart de valorisation entre les sociétés les plus chères et les moins chères, se situe sur un point haut. Une faible dispersion serait le signe d'un marché trop complaisant ne faisant pas la distinction entre sociétés de bonne et de mauvaise qualité. La forte dispersion des valorisations qui prévaut aujourd'hui signifie au contraire que le marché sur-réagit aux nouvelles, créant ainsi une forte décote sur des sociétés dotées d'un réel potentiel d'amélioration fondamentale.

Russell 1000 Growth - Croissance estimée des profits à long terme



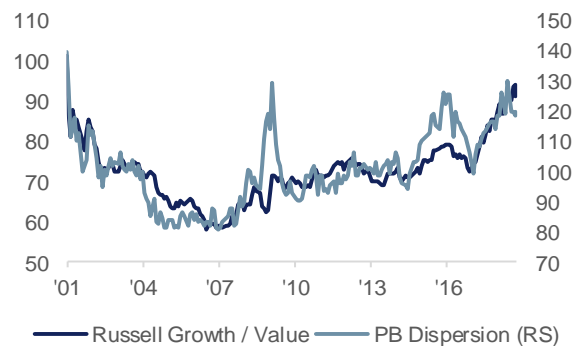
Source : Banque Pâris Bertrand

Taux réels 10 ans aux Etats-Unis



Source : Banque Pâris Bertrand

Dispersion des P/B (price-to-book) du S&P 500



Source : Banque Pâris Bertrand

Jean-Eudes Clot

+41 22 316 02 18

jean-eudes.clot@parisbertrand.com

CONVICTIONS

Une exposition performante au style Value



Si le style Value offre un réel potentiel, le véritable défi réside dans la méthode d'implémentation.

On peut établir un parallèle entre les stratégies Value et le monde des options. Un investissement Value est comparable à un Call qui offre du levier sur la croissance des profits, mais l'optionnalité n'est jamais gratuite, en l'occurrence on s'expose aussi à un Short Put, c'est-à-dire un risque de perte permanente en cas de tendance fondamentale négative. Pour maximiser la probabilité de réalisation et éviter les scénarios de « Value Trap », il convient de dresser des « lignes de défenses fondamentales » par opposition aux approches indicielles naïves souvent fondées sur le seul ratio Price to Book.

Trois approches comparées

Un exercice simple permet de mettre en évidence l'importance d'une construction de portefeuille bien pensée. On construit trois portefeuilles: le premier, mono-factoriel, n'intègre que le Price to Book; le deuxième, multifactoriel, repose sur un éventail plus étoffé de multiples de valorisation; le troisième reprend les critères du second en les complétant avec des mesures de rentabilité et de risque de bilan. Chaque portefeuille comprend 100 lignes et est rebalancé mensuellement entre 1998 et 2017.

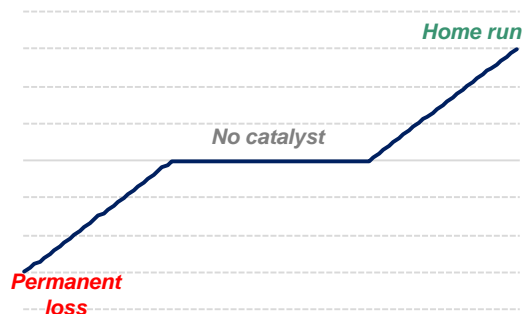
La marge de sécurité est primordiale

Les résultats sont sans appel. Le portefeuille mono-facteur réalise une performance ajustée du risque inférieure à celle du S&P 500 (rendement équivalent et risque supérieur), le portefeuille multifactoriel parvient certes à battre l'indice en termes absolus mais n'apporte rien en performance ajustée du risque. Seul le portefeuille qui intègre les facteurs fondamentaux parvient à battre l'indice en termes de performance tout en ayant un risque équivalent. Ces résultats mettent en évidence la valeur du concept de marge de sécurité, introduit par B. Graham en 1934 et qui met l'observation du prix et l'évaluation fondamentale sur un pied d'égalité.

Depuis quelques années, le monde de la finance a eu tendance à réduire le Value à la seule dimension de prime de risque. Nous préférons parler d'inefficience comportementale, qui ne se manifeste peut-être pas en permanence mais qui reste dominante sur le long terme et qui permet d'extraire un excès de performance.

L'effet Value étant un phénomène comportemental, une approche systématique et disciplinée reste la manière privilégiée de s'y exposer.

Profil de gain du style Value



Source : Banque Pâris Bertrand

Performance et risque – 1998-2017

	Return p.a.	Sharpe Ratio	Max. Drawdown
S&P 500 Index	9.7%	0.4	55%
Single factor Value (PB)	9.8%	0.3	73%
Multifactor Value (11 factors)	11.4%	0.4	67%
Multifactor Value + Quality	11.6%	0.5	57%

Source : Banque Pâris Bertrand

Jean-Eudes Clot

+41 22 316 02 18

jean-eudes.clot@parisbertrand.com

EXPERTISE

PB Global Financial Risk Index



Chez PB, nous considérons que **comprendre le présent est plus important que de prévoir l'avenir**. Afin de déterminer le régime de risque financier, nous avons développé une mesure de risque propriétaire « PB Global Financial Risk Index », laquelle contribue à notre compréhension de la dynamique de marchés, à nos choix d'allocation et de thèmes d'investissement.

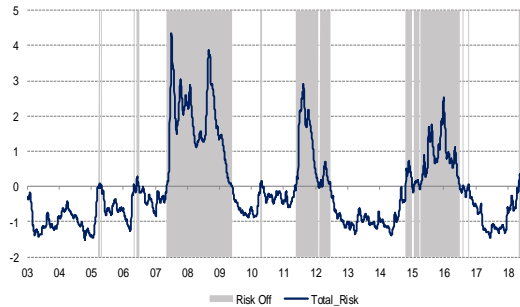
L'indice est articulé autour de 4 composants (lesquels sont décrits par une multitude de variables)

- Le risque souverain
- Le risque crédit corporate
- Le risque bancaire
- Le risque de marchés

Il exprime le risque en termes de déviation par rapport à la neutralité et reconnaît le caractère relatif du risque (par opposition au niveau absolu et aux effets de seuil). Plus important, **il évalue les effets de contagion**, c'est-à-dire la propagation du risque à l'ensemble de la sphère financière.

En 2018, l'indice raconte une histoire intéressante : Le premier signe de stress est apparu en janvier/février lors de la correction de 10% des marchés Actions. La détérioration du risque était portée par le composant « risque de marchés » qui détectait l'augmentation des volatilités implicites Actions. Cette augmentation traduisait **le débouclage désordonné de stratégies de portage surexploitées par les investisseurs**. L'absence de contagion aux autres composants a été validée par l'indice. En conséquence, il maintenait sa lecture « risk-on » de l'environnement.

Evolution de notre indice « PB Global Financial Risk Index »



Source : Banque Paris Bertrand

Depuis, l'environnement a évolué et l'indice a progressivement constaté le changement de régime : transition d'un environnement pro-risque (« risk-on ») à défensif (« risk-off »). La crise EM, le retour du risque souverain en Zone Euro (et les implications pour le système bancaire), la remontée généralisée des volatilités ont considérablement déséquilibré la balance des risques et ont mis en évidence des effets de contagion. **Le dernier environnement « risk-off » datait de 2015/2016**. Les craintes déflationnistes, la dévaluation du Yuan, la récession manufacturière aux US et le stress de crédit (notamment dans le secteur Energie) étaient alors au cœur des préoccupations des investisseurs.

Un environnement « Risk-off » est généralement associé à un couple risque/rendement dégradé pour les Actifs Risqués et appelle un positionnement plus défensif avec une recherche maximum de diversification.

Matthias Jouin-Sellez

+41 22 316 02 39

matthias.jouin-sellez@parisbertrand.com

AGENDA



Novembre 2018		Décembre 2018		Janvier 2019	
7-21	BCE Conseil des Gouverneurs	13	BCE Annonce des taux	8	Italie Bilan de la banque d'Italie
6	USA Election de mi-mandat	19	Fed FOMC	30	Fed FOMC
8	Fed FOMC	31	Italie Deadline pour l'approbation du budget		

FOCUS INTERNE

A Propos d’Hermance Capital Partners

Fondée au sein de la Banque Pâris Bertrand en 2016, Hermance Capital Partners (« HCP ») est une boutique d’investissement spécialisée sur les marchés non cotés et la gestion de stratégies d’investissement dédiées aux clients des banques privées.

Grâce à un réseau unique et un accès à des managers performants, HCP propose des solutions d’investissements dans les trois grandes classes des marchés non cotés, à savoir le private equity, l’immobilier non coté et la dette privée. Ces stratégies sont proposées par le biais de structures Luxembourgeoises, ainsi qu’au travers de mandats dédiés, destinés aux investisseurs de grande taille ayant des besoins spécifiques. Cette offre complète permet aux investisseurs de construire des portefeuilles diversifiés composés de fonds et d’investissements directs (co-investissements) de grande qualité.

Preuve de son succès, de nombreux acteurs de renom ont exprimé leur intérêt à participer à la croissance de HCP. En février 2018, les banques Pâris Bertrand, Bordier & Cie et REYL & Cie ont annoncé la création d’un partenariat pour développer Hermance Capital Partners. Cette alliance repose sur des intérêts partagés et est animée par une volonté de développer des solutions d’investissements privés exclusives et hautement performantes.

A ce jour, deux fonds HCP sont ouverts aux investisseurs : HCP Global Private Real Estate Fund qui se concentre sur des investissements immobiliers « value-add », et HCP Global Private Equity Fund II, qui vise des investissements buyout dans des sociétés de petite et moyenne taille.

Pour plus d’information: www.hermancecap.com

Hermance Capital Partners Team



Jacques Chillemi



Pavel Ermoline



Daniel Suardi



Julie Attanucci

HERMANCE
CAPITAL PARTNERS

Site Web: www.hermancecap.com

Twitter: @HermanceCap



BANQUE PÂRIS BERTRAND

Suisse

Banque Pâris Bertrand S.A.

Rue du Rhône 30

Case postale 2084

1211 Genève 1

Tél.: +41 (0) 22 316 02 00

Luxembourg

Pâris Bertrand (Europe) S.A.

41, Avenue de la Liberté

L-1931 Luxembourg

Tél.: +352 20 60 01 42

www.parisbertrand.com

Disclaimer

This material has been prepared by Banque Pâris Bertrand S.A., Geneva, Switzerland, hereafter referred to as PB.

This material is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable law. It has no regard to the specific investment objectives, financial situation or particular needs of any recipient. It is published solely for information purposes and is not to be construed as a solicitation or related financial instruments or an offer to buy or sell any securities.

This document is not intended for persons who are citizens of, domiciled or resident in, or entities registered in a country or a jurisdiction in which its distribution, publication, provision or use would violate current laws and regulations.

These materials contain confidential information and should not be circulated or disclosed to any person other than the original recipient. Any unauthorized copying, disclosures or distribution of these materials is strictly prohibited.

No representation or warranty, either express or implied, is provided in relation to the accuracy, completeness or reliability of the information contained herein, nor is intended to be a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the materials. It should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Any opinions expressed in this material are subject to change without notice or be contrary to opinions expressed by other business areas or entities than, as a result of using different assumptions and criteria, PB, is under no obligation to update or keep current the information contained herein. PB, its directors, officers and employees' or clients may have or have had interests or long or short positions in the securities or other financial instruments referred to herein and may at any time make purchases and/or sales in them as principal agent. PB, may act or have acted as a market-maker in the securities or other financial instruments discussed in this material. Furthermore, PB may have or have had a relationship with or may provide or have provided investment banking, capital markets, and/or other financial services to the relevant companies.

Neither PB, nor any of its directors, employees, or agents accepts any liability for any loss or damage arising out of the use of all or part of this material.

The potential investments described in this material are not suitable for all investors and their purchase and holding involves substantial risks. Potential investors should be familiar with instruments having the characteristics of such investments and should fully understand the terms and conditions set out in this documentation relating to them and the nature and extent of their exposure to risk of loss. Prior to entering into a transaction you should consult with your legal, regulatory, tax financial and accounting advisers to the extent you deem necessary to make your own investment, hedging and trading decisions.

Any transaction between you and PB, will be subject to the detailed provisions of the term sheets, confirmation or electronic matching systems relating to that transaction. In addition, potential investors must determine, based on their own independent review and such legal, business, tax and other advice as they deem appropriate under the circumstances, that the acquisition of such investments (i) is fully consistent with their financial needs, objectives and conditions, (ii) complies and is fully consistent with all constituents documents, investments policies, guidelines, authorizations and restrictions (including as to its capacity) applicable to them, (iii) has been duly approved in accordance with all applicable laws and procedures and (iv) is a fit, proper and suitable instrument for them.

Past performance is not necessarily indicative of future results. Foreign currency rates of exchange may adversely affect the value, price or income of any security or related instrument mentioned in this presentation. Clients wishing to effect transactions should contact their local sales representatives. Additional information will be made available upon request.

There can be no assurance or guarantee that returns showed in this material will be achieved in connection with the Opportunity.

In connection with certain return information, certain material assumptions have been used. Such assumptions and parameters are not the only ones that might reasonably have been selected and therefore no guarantee is or can be given as to the accuracy, completeness or reasonableness of any expected return. No representation or warranty is made that any indicative performance or return indicated will be achieved in the future. Furthermore, no representation or warranty, express or implied, is made by PB, as to the accuracy, completeness, or fitness for any particular purpose of the calculation methodology used. Under no circumstances will PB have any liability for a) any loss, damage or other injury in whole or in part caused by, resulting from or relating to any error (negligent or otherwise) of PB in connection with the compilation, analysis, interpretation, communication, publication of delivery of this methodology, or b) any direct, indirect, special, consequential, incidental or compensatory damages, whatsoever (including, without limitation, lost profits) in either case caused by reliance upon or otherwise resulting from or relating to the use of (including the inability to use) this calculation methodology.