

# Kwartaalverslag 1<sup>e</sup> kwartaal 2016

*“No-one can hear me scream above the roar of the printing press.”*

**- Albert Edwards -**



the Art of Winning Together

## Resultaten per asset categorie

- Het eerste kwartaal van 2016 was een slecht kwartaal voor aandelen. Emerging Markets waren, onverwachts, de vreemde eend in de bijt.
- Aandelenmarkten werden negatief beïnvloed door een wereldwijde economische groeivertraging.
- Op 11 februari was het (voorlopige?) dieptepunt. Daarna putten de beurzen kracht uit de uitbreiding van het opkoopprogramma van de ECB. Tevens hielpen het uitblijven van een verdere rentestijging in de VS en een herstel in de olieprijs een handje mee.
- In ons laatste kwartaalverslag schreven wij dat Emerging Markets goedkoop geworden waren. Dit vertaalde zich in een licht positief rendement gedurende het eerste kwartaal van 2016.
- Obligatierendementen blijven de mensheid verbazen. Net toen we dachten dat de rente echt niet meer verder omlaag kon, gebeurde het toch. De keerzijde van deze medaille is dat de toekomstige verwachte rendementen op obligaties alleen maar slechter worden.
- Het rendement op grondstoffen bleef ook dit kwartaal slecht. Wellicht dat het positieve rendement op aandelen en schuldpapier van Emerging Markets een eerste signaal is voor een ommekeer.
- Junk bonds (high yield) herstelden enigszins van een slecht 2015.

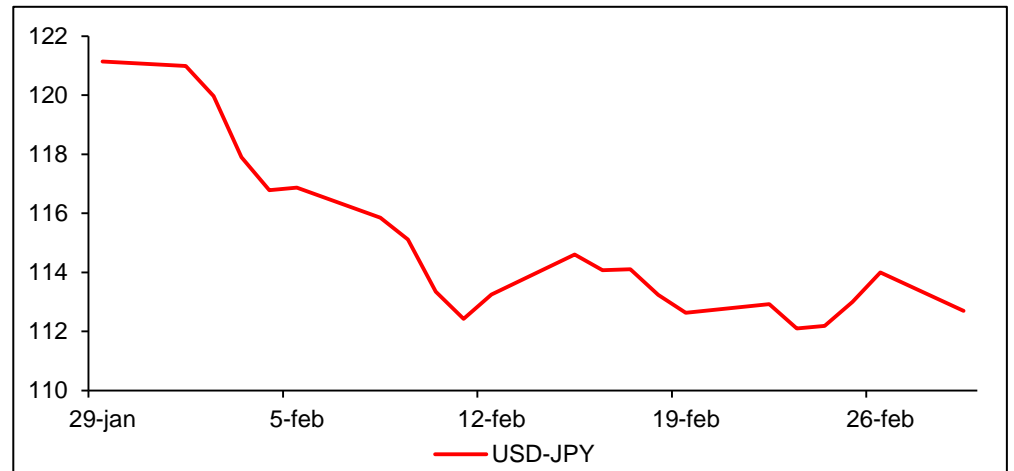
Rendementen			
Aandelen	H2 2015	2015	Q1 2016
MSCI Wereld	-2.5%	8.8%	-4.4%
MSCI Europa	-4.7%	5.5%	-7.7%
MSCI Noord-Amerika	0.1%	8.7%	-3.7%
MSCI Japan	-2.7%	19.3%	-11.0%
MSCI Azië Pacific	-11.3%	-2.0%	-3.2%
MSCI Emerging Markets	-16.2%	-7.5%	0.6%
<b>Obligaties</b>			
Citigroup EuroBig Index	2.3%	1.1%	3.0%
Overheidsobligaties	2.7%	1.5%	3.2%
Bedrijfsobligaties	1.0%	-0.5%	2.6%
Inflation-linked obligaties	-2.7%	3.4%	-0.3%
<b>Alternatieven</b>			
Vastgoed (aandelen)	3.9%	8.7%	-0.5%
Grondstoffen	-30.9%	-25.2%	-6.9%
Emerging Market Debt	2.2%	9.7%	0.9%
High Yield Debt	-4.2%	-1.2%	3.1%
<b>Liquiditeiten</b>			
Euribor 3 maanden	-0.13%	-0.13%	-0.24%
<b>Inflatie (op jaarbasis)</b>			
Inflatie Eurozone	0.2%	0.2%	-0.1%

# Japan: monetair extremisme

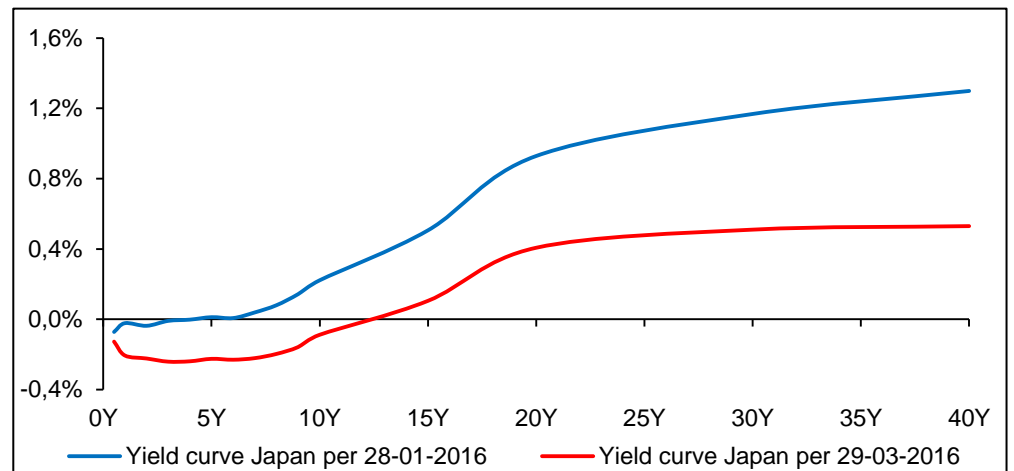
- Op 29 januari verraste Japan de wereld door de depositorente te verlagen tot -0,1%. Het land imiteerde daarmee het monetaire beleid van de ECB.
- Eén van de doelstellingen van lage en negatieve rentes is het devalueren van de valuta met als doel de export te stimuleren. Echter, Japan is niet het enige land dat deze truc probeert uit te halen.
- De wereldhandelsbalans is per definitie gelijk aan 0. Voor ieder land dat exporteert is er een ander land dat importeert. Niet alle landen kunnen dus tegelijkertijd succesvol zijn in het stimuleren van hun export.
- Sinds 29 januari wordt de Yen steeds sterker (minder Yen in een Dollar) en falen de Japanners in het verder stimuleren van de export.

- De 'widow-maker' strikes again...
- Japanse staatsleningen staan bekend als widow-makers. Sinds de negentiger jaren is menig obligatiehandelaar short gegaan in Japanse staatsleningen, omdat de rente simpelweg niet lager kon. Vanwege de torenhoge staatsschuld moest de rente wel gaan stijgen. Dit heeft in het verleden geleid tot grote verliezen, omdat telkens bleek dat de rente toch weer verder daalde.
- Ook nu weer. Sinds 28 januari daalde de 40-jaars rente van 1,3% naar 0,53%. Het rendement op de 40-jaars staatslening was dan ook ruim 28% (in twee maanden!).

Japanse Yen gehoorzaamt niet meer....



Net toen we dachten dat de rente niet nog verder kon dalen...

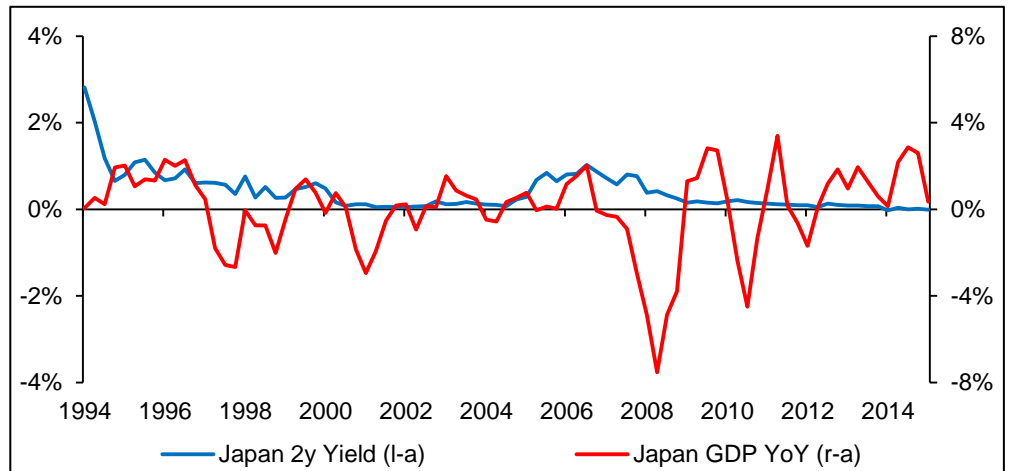


# Japan: lage rente werkt niet!

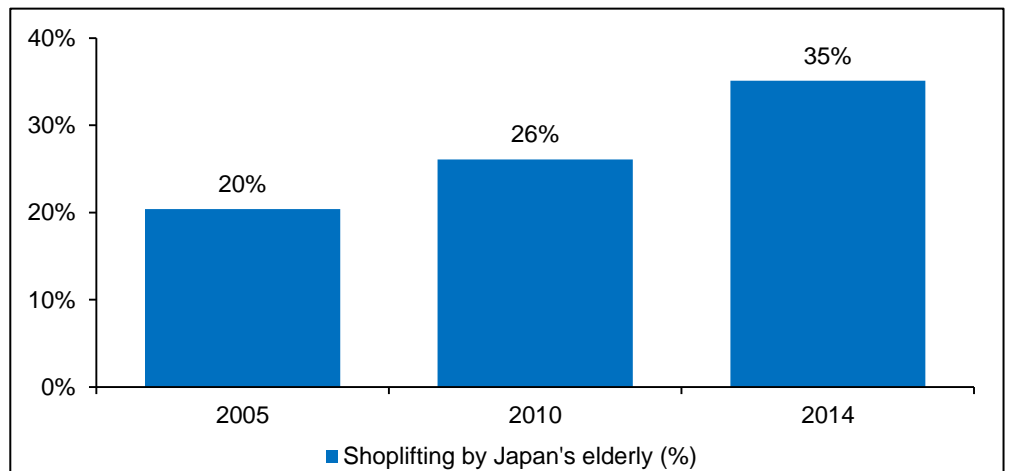
- Wereldwijd lijken monetaire beleidsmakers nog steeds te geloven dat een lage rente de economie stimuleert.
- De Japanse economie heeft al ruim twee decennia gefungeerd als een proeftuin voor deze theorie. De grafiek toont aan dat ondanks dat de Japanse rente al sinds 1994 extreem laag is, de economie in het land hier nauwelijks door werd gestimuleerd.
- De lage rente betekent dat consumenten meer moeten sparen om het gebrek aan rente-inkomsten op te vangen. Wanneer consumenten niet uitgeven, zal ook het bedrijfsleven, op haar beurt, niet investeren.
- Wij onderschrijven Einsteins definitie van waanzin: *“Doing the same thing over and over again, and expecting different results.”*

- Misdaadcijfers uit Japan maken duidelijk dat ruim 35% van alle winkeldiefstallen worden gepleegd door mensen ouder dan 60 jaar.
- 40% van deze ‘draaideurcriminelen’ is meer dan zes keer betrapt voor hetzelfde vergrijp. Het doel: een gevangenisstraf van twee jaar.
- Voor een typische Japanse pensioengerechtigde zijn de kosten voor levensonderhoud circa 25% hoger dan het staatspensioen van ¥780.000 (€6.000) per jaar.
- Een gevangenisstraf betekent voor deze ouderen twee jaar lang gratis levensonderhoud. Lang leve het Japanse monetaire beleid!

## Stimuleert een lage rente de economie?



## Japanse ouderen hopen op een gevangenisstraf...

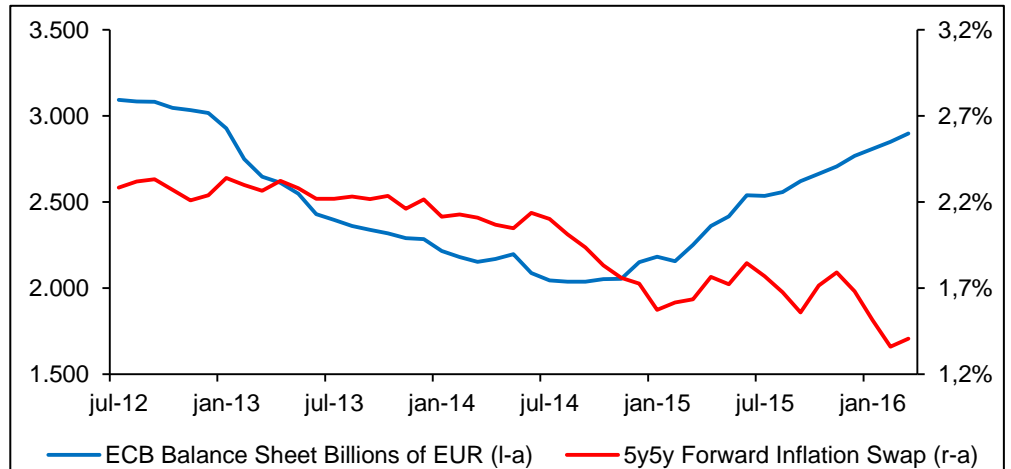


# Eurozone: laat Draghi nog obligaties voor ons over?

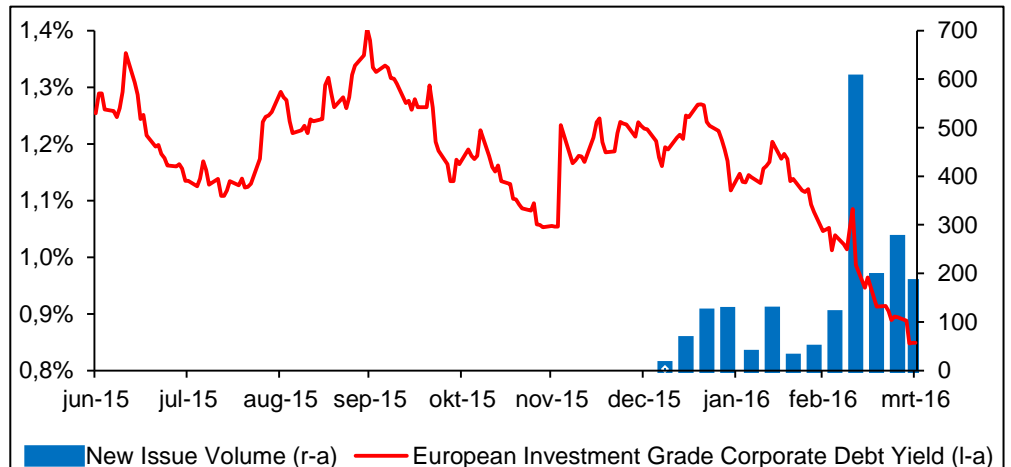
- Op 10 maart bleek ook Draghi nog één keer alles uit de kast te halen.
- De depositorente werd verlaagd tot -0,4% en Draghi verhoogde zijn maandelijkse obligatie-inkopen van €60 miljard naar €80 miljard per maand.
- Net als in Japan blijken de lage rente en het opkoopprogramma in Europa tot op heden te falen in het aanzwengelen van de economie. De grafiek laat zien dat de inflatieverwachtingen voor de Eurozone blijven dalen ondanks de opgeblazen balans van de ECB.
- Wat zou Albert Einstein hierover zeggen?

- Naast staatsleningen koopt de ECB nu ook kwalitatief hoogstaande bedrijfsobligaties. Deze markt heeft een omvang van €1,6 biljoen. Circa €700 miljard van deze leningen zijn van financiële instellingen.
- De ECB heeft er inmiddels voor gezorgd dat 35% van de bedrijfsobligaties momenteel een rendement heeft van minder dan 0,50%. Het bedrijfsleven maakt hiervan gretig gebruik door nieuw schuld papier uit te geven.
- Beleggers worden op deze manier naar de junk bond markt gedreven in hun zoektocht naar rendement. Het Franse auto-onderdelenbedrijf, Faurecia was de eerste die hiervan profiteerde. Zij hoeft slechts 3,12% te betalen op haar nieuwe lening.

## Inflatie doelstelling wordt niet gehaald



## Draghi koopt nu ook bedrijfsleningen

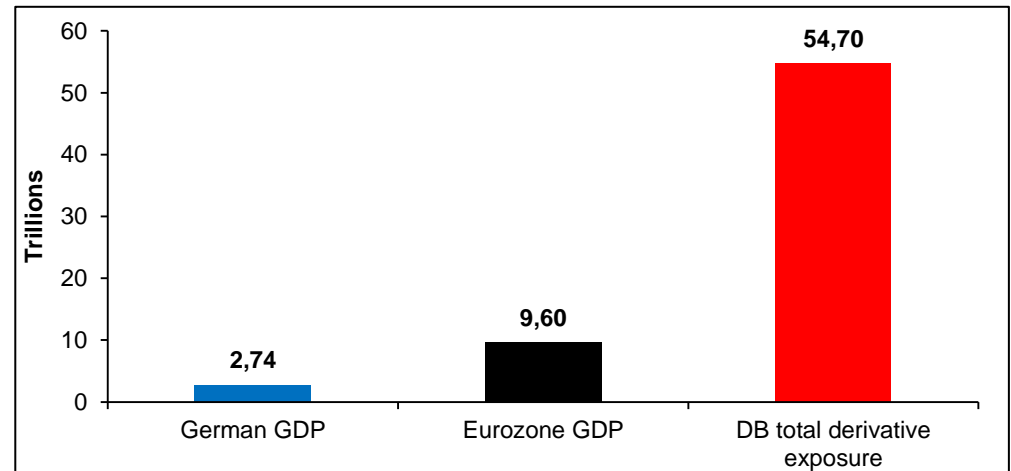


# Eurozone: banken nog steeds een probleem

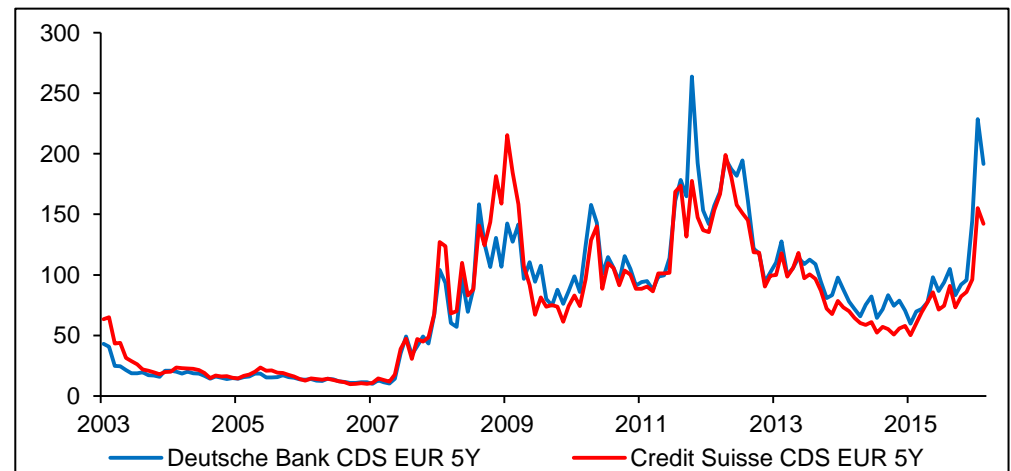
- De derivatenpositie op de balans van Deutsche bank is bijna twintig keer zo groot als de Duitse economie en bijna zes keer zo groot als de economie van de Eurozone.
- Maakt u zich geen zorgen, derivaten zijn een zogenaamde 'zero sum' game: de winst van de één is het verlies van de ander...
- ...tenzij een partij niet meer aan z'n verplichtingen kan voldoen (zoals een groot grondstoffenhandelshuis).
- Dan worden derivaten een 'negative sum' game.

- Deutsche Bank rapporteerde een verlies van €7 miljard over het jaar 2015, terwijl Credit Suisse een verlies boekte van CHF 6 miljard in het laatste kwartaal van 2015.
- Het aandeel Deutsche Bank verloor 33% van haar waarde gedurende de eerste drie maanden van het nieuwe jaar. De beurswaarde van Credit Suisse verdampte zelfs met 37%.
- De grafiek laat zien dat de kosten om de obligaties van de twee banken te verzekeren, fors zijn opgelopen.
- De kwakkelende economie en de lage (of zelfs negatieve) rente zijn hiervan de oorzaak.

## Don't worry 'bout a thing, 'cause every little thing is gonna be alright



## Deutsche Bank en Credit Suisse zijn probleemkinderen

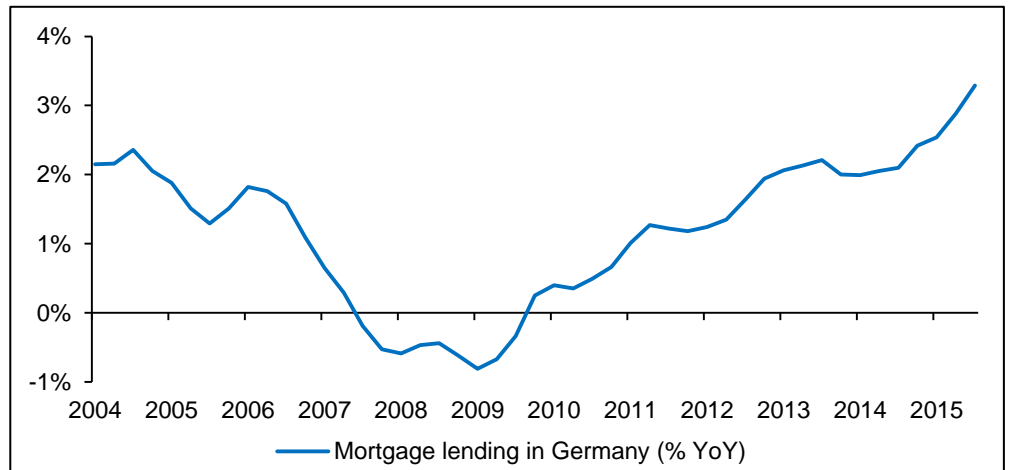


# Eurozone: hoop doet leven

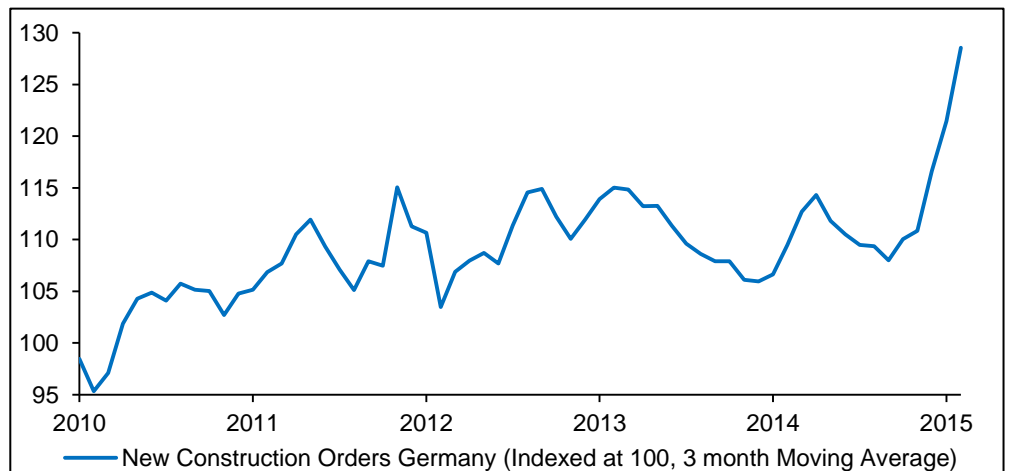
- De afgelopen tien jaar is de Duitse economie de drijvende kracht geweest achter de totale groei van de Eurozone. Dit is geen gezonde situatie.
- Echter, alleen de export was verantwoordelijk voor de Duitse groei. De hoge spaarquote en de achterblijvende consumentenbestedingen betekenden dat de rest van de Eurozone nauwelijks profiteerde van de Duitse groei. Dit lijkt te veranderen...
- De ultralage rente lijkt in Duitsland wel aan te slaan. Dit is te zien aan de toename van het aantal verstrekte hypotheekleningen. Bovendien stijgen de lonen en de consumentenbestedingen als gevolg van de lage werkloosheid.

- Een tweede positieve ontwikkeling is dat Duitsland bereid lijkt om de portemonnee te trekken. In 2015 realiseerde Duitsland een overschot op de begroting van €18,9 miljard. De regering heeft nu het plan opgevat om te investeren in de sociale woningbouw. Dit heeft uiteraard alles te maken met de grote instroom van immigranten. Maar dat is niet alles. Na jaren van debat en uitstel komt de Duitse regering nu ook over de brug om een eind te maken aan jaren van onderinvesteringen in de Duitse infrastructuur. 20% van de Duitse snelwegen, 40% van de andere hoofdweges en 40% van de Duitse bruggen verkeren in een slechte staat.
- Deze ontwikkelingen zullen ook bijdragen aan de groei in de rest van de Eurozone.

## Duitse hypotheekleningen in de lift



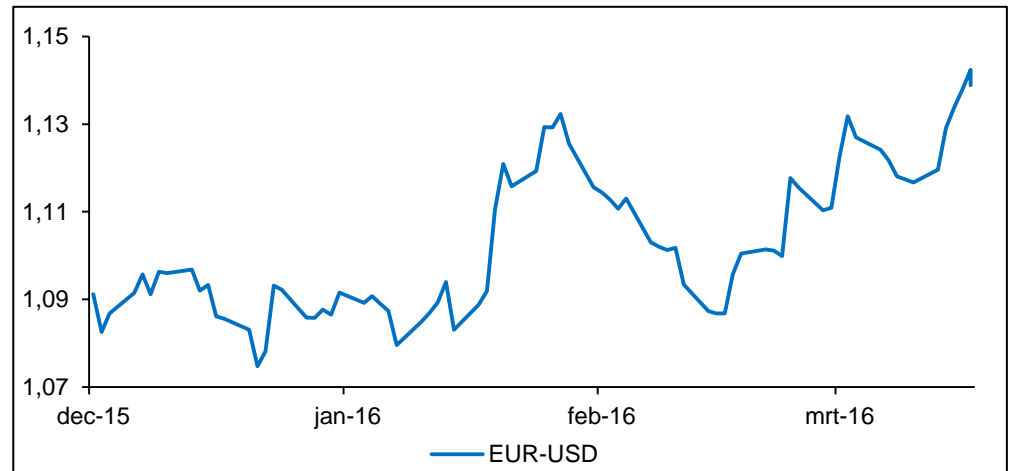
## Duitsers gaan aan de slag met hun infrastructuur



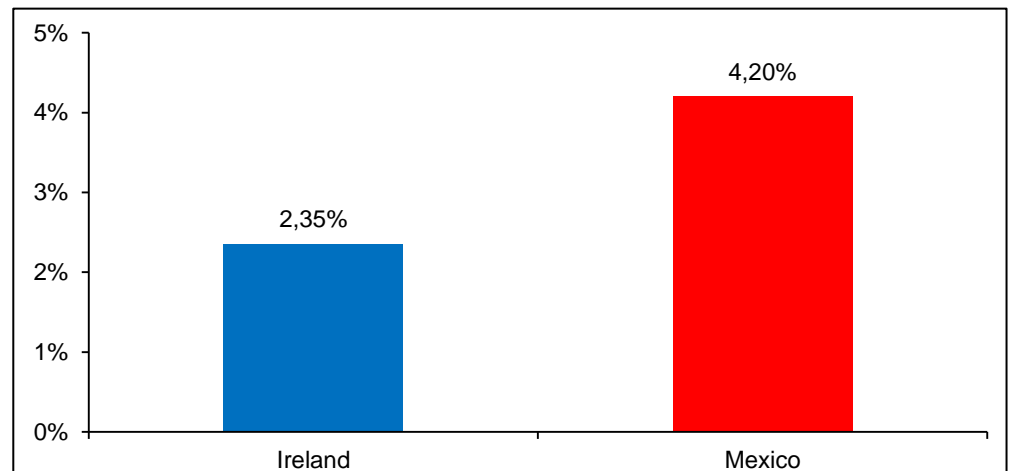
# Eurozone: 100-jaars leningen, maar we betalen alles echt terug...

- Ook de ECB heeft ondervonden dat niet alle landen tegelijkertijd hun export kunnen bevorderen door middel van het devalueren van hun valuta.
- Sinds de FED de rente verhoogde (medio december) werd de Dollar al steeds zwakker. De daling van de Dollar zette na de nieuwe renteverlaging van de ECB op 10 maart door. Voor veel beleggers is deze reactie contra-intuïtief.
- Echter, de ECB heeft een groot overschot op de handelsbalans. De implicatie daarvan is dat het buitenland elke maand grote hoeveelheden Euro dient te kopen om voor deze (Duitse) export te betalen.

## 'Beggar thy neighbour' werkt ook nu niet



## Looptijd 100 jaar met een coupon van 2,35%



- Gedurende de afgelopen 100 jaar heeft Ierland gevochten voor haar onafhankelijkheid, is het de sick man van Europa geweest, is het vervolgens weer herrezen als de Keltische tijger en is het daarna weer bijna ten onder gegaan aan overmatige speculatie in onroerend goed.
- In maart gaf het een staatslening uit met een looptijd van de komende 100 jaar. Volgens Frank O'Connor, director of Funding and Debt Management: *"This ultra-long maturity is a significant first for Ireland and represents a big vote of confidence in Ireland as a sovereign issuer."* Ierland volgt hiermee het voorbeeld van Mexico.
- Iedereen die nu nog denkt dat overheidsschulden ooit zullen worden afgelost, dient zich nog eens achter de oren te krabben...

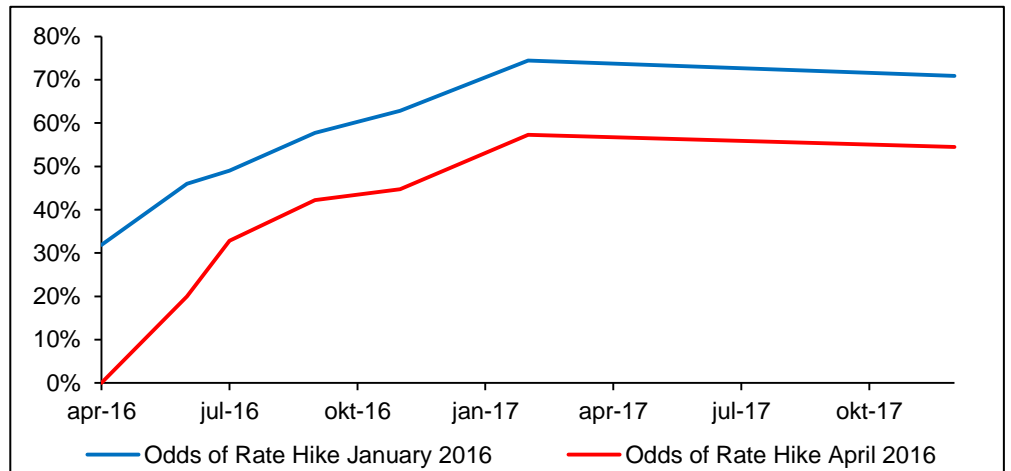


## US: minder renteverhogingen in 2016

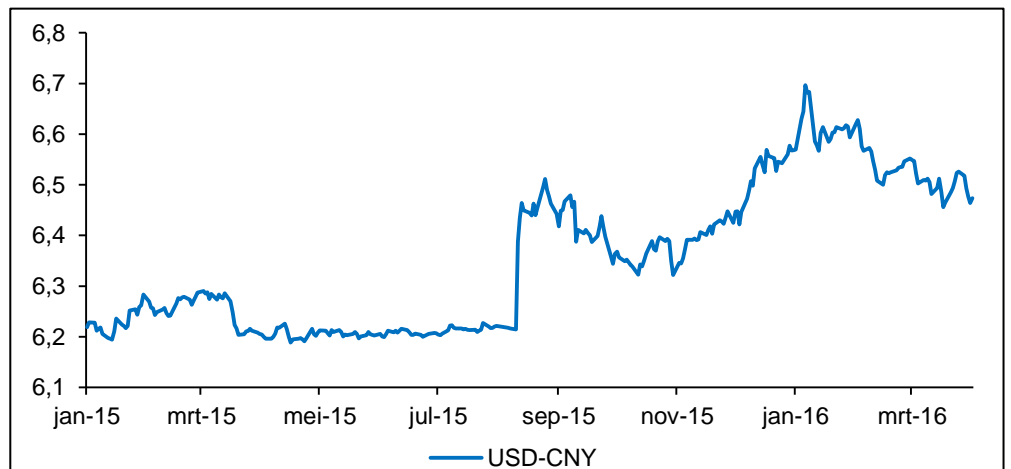
- Op 16 maart besloot de FED te wachten met een nieuwe renteverhoging.
- De markt stelde vrijwel direct haar verwachtingen voor verdere renteverhogingen naar beneden bij.
- De verwachting van een renteverhoging in april werd van 32% naar 2% bijgesteld. De kans op een renteverhoging in juli wordt nu ingeschat op 33%. Eerder werd die kans nog 49% geacht.
- Janet Yellen neemt een viertal zaken in acht, voordat zij besluit de rente verder te verhogen:
- Ten eerste ziet zij graag dat de wereldwijde economieën en financiële markten zich stabiliseren.

- Ten tweede tracht zij te voorkomen dat de Dollar nog sterker wordt. Een te sterke dollar drukt de inflatie en is nadelig voor de Amerikaanse export. Dit vermindert tevens de noodzaak van een verdere devaluatie van de Chinese Renminbi. De daaropvolgende kapitaalvlucht zou de Chinese economie ernstig kunnen destabiliseren.
- Ten derde prefereert zij pas weer de rente te verhogen, nadat de grondstoffenprijzen zijn gestabiliseerd. Dit zorgt ervoor dat economieën van landen die afhankelijk zijn van de export van grondstoffen weer kunnen groeien.
- Ten vierde wil zij de huizenbouw niet teveel in de wielen rijden, omdat deze sector te belangrijk is voor de Amerikaanse groei.

### De markt schaaft verwachtingen renteverhogingen terug



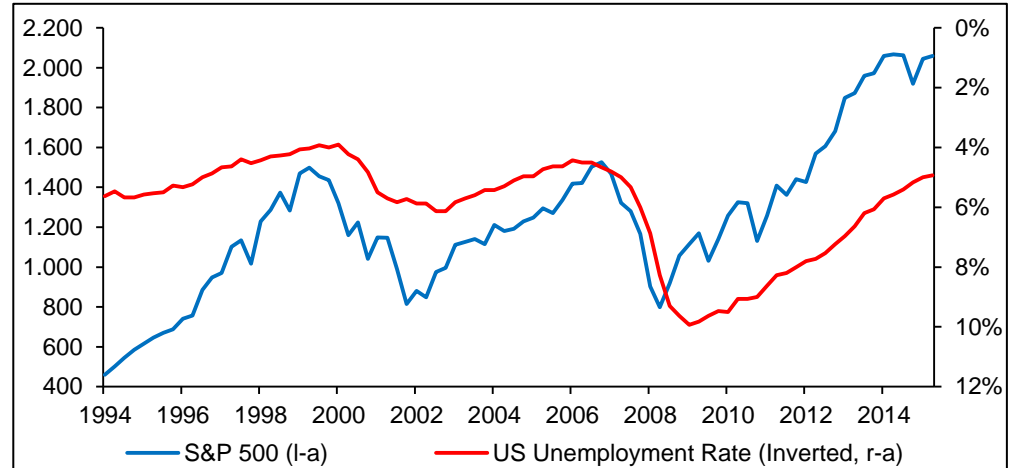
### Verdere devaluatie Renminbi moet voorkomen worden



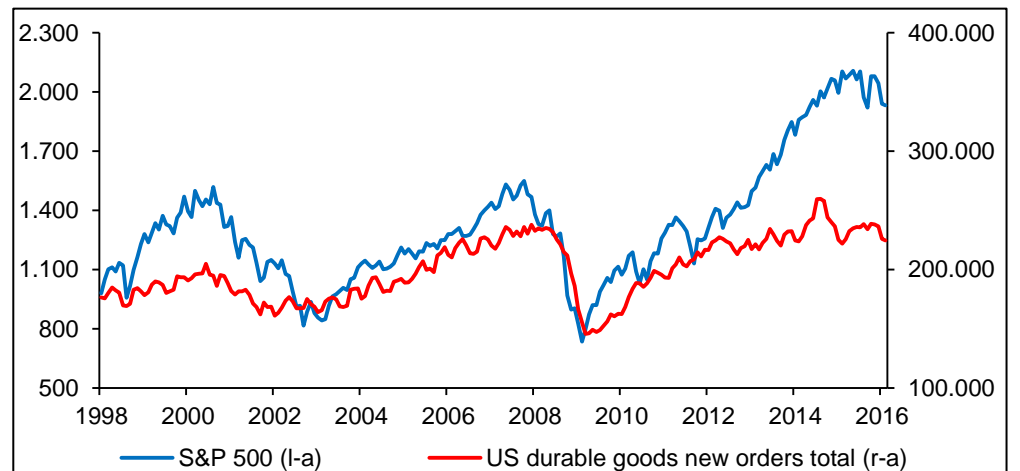
# US: werkloosheid en duurzame goederen

- De werkloosheid in de VS daalt gestaag. Dit wordt met gejuich ontvangen.
- Maar is een lage werkloosheid wel zo fijn voor de aandelenbelegger?
- De grafiek hiernaast laat zien dat de werkloosheid *altijd* laag is op de top van de beurs. Let op: de as van het werkloosheidscijfer hebben we omgedraaid!
- Het optimale moment om agressief in aandelen te beleggen is wanneer de werkloosheid *hoog* is, zoals in 2009. Het is dan alleen mentaal een lastige beslissing. Hoe lager de werkloosheid, hoe voorzichtiger de belegger moet worden.

## Lage werkloosheid positief?



## De put-optie van Yellen



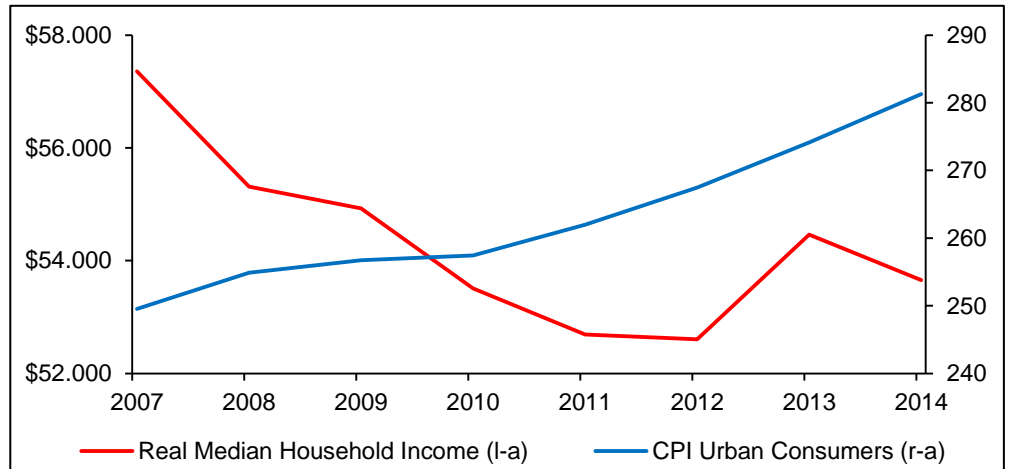
- Over het algemeen lopen de beurstrend en de trend in de orders voor duurzame goederen redelijk synchron.
- Gedurende de afgelopen jaren is er een gat ontstaan. Met andere woorden, het lijkt erop dat de beurstijging sinds 2013 niet ondersteund wordt door de economische groei.
- Is het gat ontstaan doordat de beurzen kunstmatig zijn opgedreven vanwege alle opkoopprogramma's van de FED? Het bedrijfsleven heeft namelijk goedkoop kunnen lenen om massaal zijn eigen aandelen in te kopen. Is dit de put-optie van mevrouw Yellen? En blijft deze put ook in de toekomst werken?

# US: de US is het rijkste, maar ook het meest ongelijke land

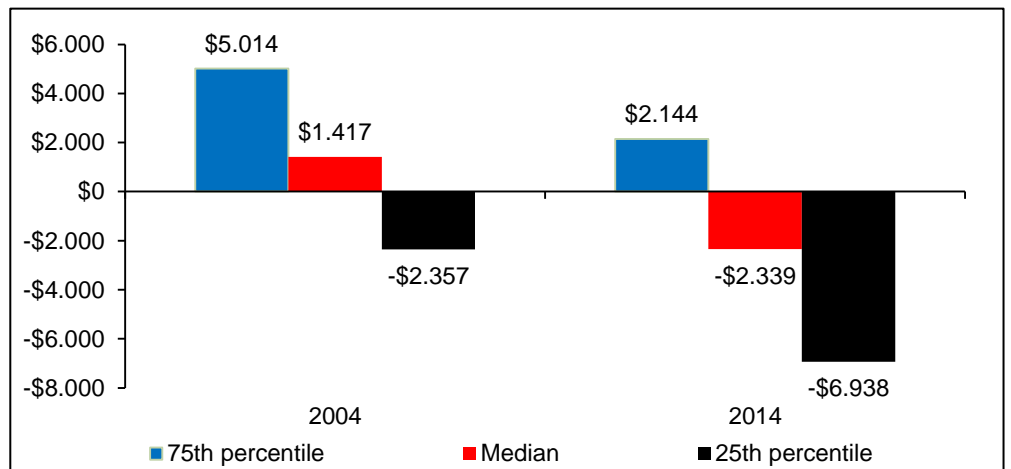
- Een nieuwe studie van The PEW Charitable Trusts over inkomsten en uitgaven laat haar licht schijnen op het uitblijven van een forse toename van de consumentenbestedingen als gevolg van de lagere olieprijs.
- De studie toont aan dat hoewel de uitgaven weer op het niveau zijn aanbeland van voor de crisis, de lonen nog zijn achtergebleven.
- Bovendien geeft de armste 33% van de bevolking meer uit aan basisbehoeften zoals huisvesting, transport en voeding, dan de rest van de bevolking. De armste 33% van de huishoudens geeft 40% van zijn inkomsten uit aan onderdak, terwijl huurders in die groep zelfs meer dan de helft van hun inkomen kwijt zijn aan huisvesting.

- In 2014 hielden alle inkomensgroepen onderaan de streep minder over dan in 2004. Dit betekent dat alle huishoudens minder konden sparen.
- In 2004 hield het typische huishouden uit de onderste 33% van de bevolking nog \$1.417 per jaar over na aftrek van de basisbehoeften. In 2014 was dit inmiddels gedaald naar minus \$2.339.
- Het typische huishouden uit de middelste 33% van de bevolking houdt nu nog slechts \$6.000 per jaar over tegen \$17.000 per jaar in 2004.
- Het mag duidelijk zijn dat het monetaire beleid van de FED voornamelijk goed is geweest voor de rijksten. En de rijken consumeren nu eenmaal een kleiner deel van hun inkomen.

Lonen blijven achter bij de inflatie



Inkomsten minus uitgaven van de armste 33% van de Amerikanen



# US: rugwind wordt tegenwind

- Amerikaanse aandelen zijn duur. De koers-winstverhouding van het typische (middelste) Amerikaanse aandeel was in november 2015 gestegen tot maar liefst 22,2.
- De tabel geeft een viertal vergelijkbare jaren uit het verleden aan waarin het typische aandeel duurder was dan 20 keer de winst. In de daaropvolgende tien jaar liep het jaarlijks rendement met respectievelijk -0,48%, 0,92%, 2,17% en 5,54% op een teleurstelling uit.
- Beleggers vergeten nog wel eens dat hoge waarderingen impliceren dat toekomstige rendementen laag zullen zijn en vice versa. Wij hebben Amerikaanse aandelen fors onderwogen in de portefeuilles. Vrijwel elke andere regio is veel goedkoper.

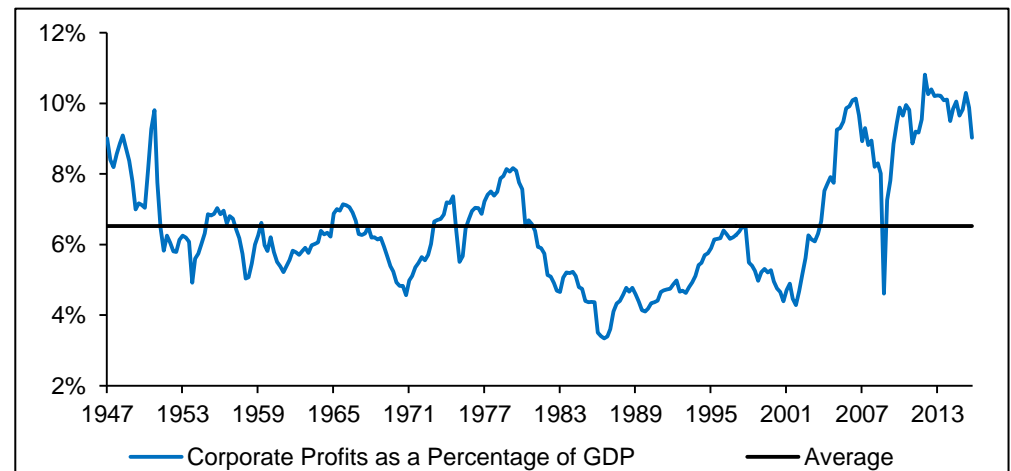
- En juist op het moment dat Amerikaanse aandelen te duur zijn, dalen ook nog eens de bedrijfswinsten.
- De Amerikaanse bedrijfswinsten als percentage van het BNP hebben jarenlang boven het gemiddelde niveau van circa 6,5% vertoefd.
- Dit kwam met name dankzij een stagnatie in de loonkosten, een lagere Dollar en de extreem lage rentelasten. Op dit moment stijgen de loonkosten weer licht, is de Dollar sterker geworden en is de rente iets gestegen. De rugwind, waarvan het bedrijfsleven de laatste zeven jaar heeft genoten, is veranderd in een tegenwind.
- De combinatie van hoge waarderingen en lagere winsten is historisch gezien geen goede combinatie voor de belegger.

## De VS is duur...

Starting Date	Starting Median P/E	10-Year Annualized Return
12-31-1989	13,9	15,28%
12-31-2000	20,6	-0,48%
12-31-2001	23,5	0,92%
12-31-2002	18,8	4,94%
12-31-2003	21,2	2,17%
12-31-2004	20,3	5,54%
12-31-2005	19,0	5,24%
12-31-2008	12,5	13,21%*
12-31-2009	11,0	16,69%*
11-30-2015	22,2	???

\*Returns from indicated date until present, not yet ten years

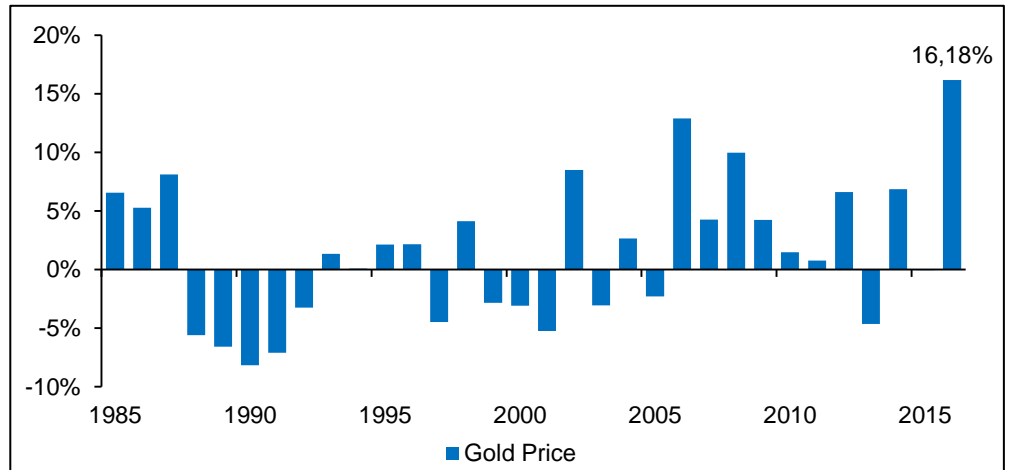
## ...juist op het moment dat de winsten teruglopen



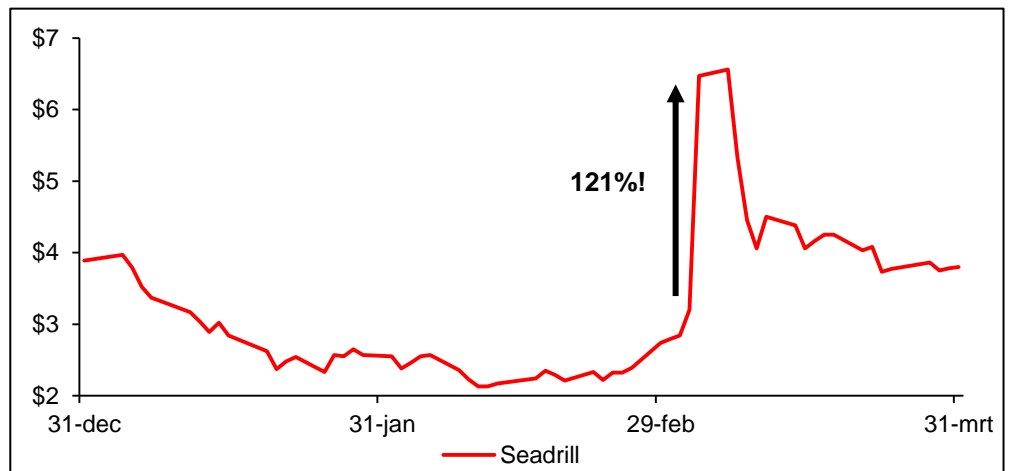
# Goud en Olie: beauty and the beast

- Goud is geen grondstof, maar een valuta. Goud is ook geen hedge tegen inflatie. Deze misvatting is gebaseerd op een enkele episode aan het eind van de jaren zeventig.
- Van 30 september 1980 tot en met 31 maart 2001 steeg de inflatie-index met maar liefst 110%. Goud daalde gedurende dezelfde periode met ruim 60%.
- Goud is wel een hedge tegen lage of zelfs negatieve reële rentes. Eind jaren zeventig steeg de inflatie harder dan de nominale rente. Daarom steeg de prijs van goud. Ook nu is de reële rente negatief.
- Het eerste kwartaal van 2016 was het beste eerste kwartaal voor goud van de afgelopen dertig jaar.

## Goud: barbaarse relikwie of waardevaste valuta?



## Short-squeeze



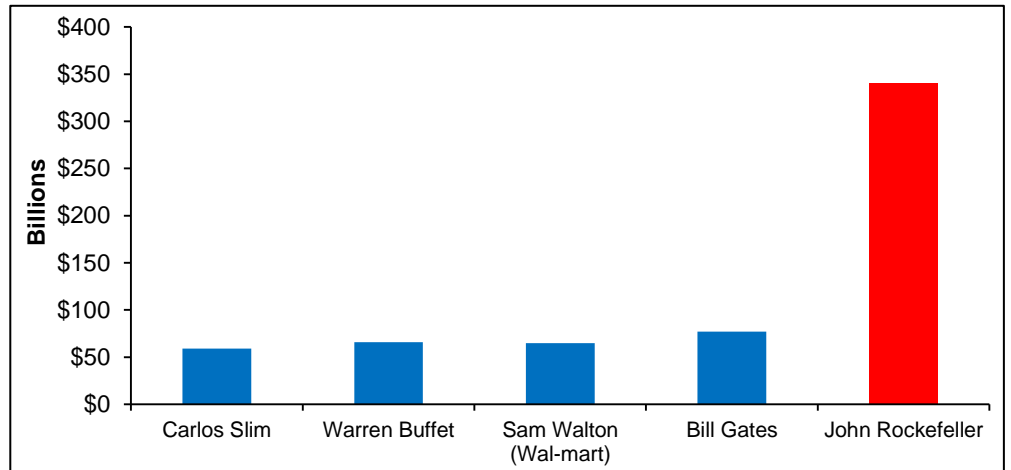
- Op 4 maart steeg het Noorse aandeel Seadrill met maar liefst 121%. Aan het eind van die dag noteerde het aandeel \$5.97, hetgeen nog steeds 87,5% lager was dan de hoogste koers van \$47.78, die werd bereikt op 18 september 2013.
- Volatiele koersen zijn een karakteristiek van een slecht beursklimaat, niet van een goed beursklimaat.
- Olievoorraden zijn op recordniveaus en het lukt de OPEC maar niet om de olieproductie te verminderen.
- Saoedi Arabië wil alleen minder produceren als Iran dat ook doet. Iran heeft daar geen zin in omdat het net de productie aan het opvoeren is. Ondertussen produceert Rusland alsof zijn leven ervan afhangt.

# Duurzaam: hypocrisie is een kunst, maar wijsheid komt met de jaren

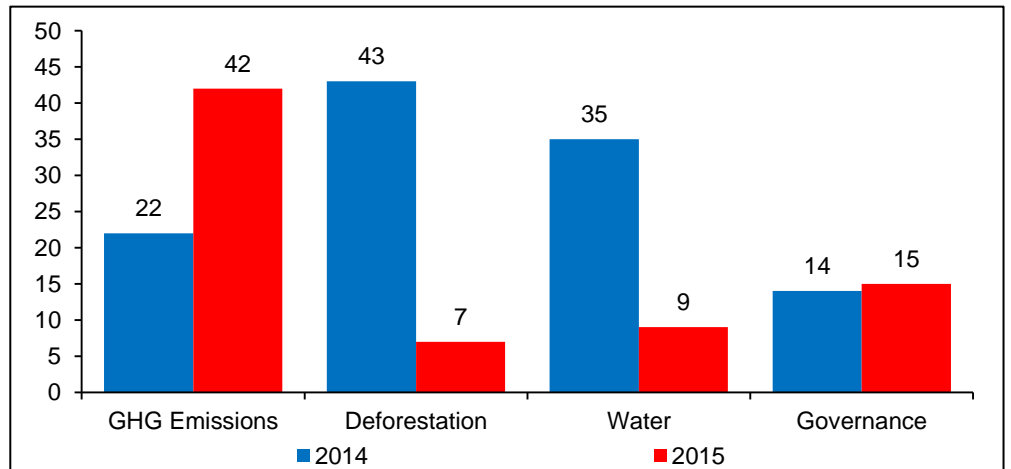
- De oprichting van Standard Oil en het meedogenloze monopolie dat hij creëerde in de olie-industrie, maakten van John D. Rockefeller de rijkste persoon ooit.
- Recentelijk hebben zijn nazaten de investering in één van de rechtsopvolgers van Standard Oil, Exxon Mobile, verkocht. Zij zijn tevens van plan alle andere investeringen in fossiele brandstoffen te verkopen.
- Het Rockefeller Family Fund concludeert: *“it makes little sense, financially or ethically, to continue holding investments in these companies. There is no sane rationale for companies to continue to explore for new sources of hydrocarbons”*.

- Het Rockefeller Family Fund is niet het enige fonds dat zijn vermogen uit olie heeft verkregen en geen toekomst meer ziet in fossiele brandstoffen. Het Norges Bank Investment Fund beheert het oliegeld van Noorwegen en is met €700 miljard de grootste pot geld ter wereld.
- In de afgelopen twee jaar heeft het fonds 187 bedrijven verkocht op basis van financiële en ethische bezwaren. Het fonds is dan ook voornemens om al haar investeringen in fossiele brandstoffen te verkopen.
- Volgens de Rockefeller's: *“the Rockefeller family has had a long and profitable history investing in oil . (...) But history moves on, as it must.”*

## De rijkste man in de geschiedenis



## Disinvesteringen van het Noorse pensioenfonds





## Positionering

Asset categorie	Weging	Toelichting
<b>Aandelen</b>	<b>Onderwogen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Wij zijn momenteel maximaal onderwogen in aandelen.</li><li>▪ De vier risico-indicatoren die wij hanteren zijn momenteel alle vier negatief.</li><li>▪ Wij hebben een forse onderweging in Amerikaanse en Japanse aandelen. Onze grootste overwegingen zijn in Europese, Britse en Aziatische aandelen.</li><li>▪ Mochten onze risico-indicatoren positief worden, zullen wij niet aarzelen om de aandelenallocatie te verhogen.</li></ul>
<b>Obligaties</b>	<b>Onderwogen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Wij zijn licht onderwogen in kwalitatief goede obligaties in Euro.</li><li>▪ Wij zijn belegd in staatsleningen met een langere looptijd, bedrijfsobligaties en inflation-linked obligaties.</li><li>▪ De rente is dit kwartaal verder gedaald. Het rendement op veilige staatsleningen is in vele gevallen zelfs negatief. Dit impliceert dat het voor beleggers een hele opgave zal zijn om de komende jaren een aanvaardbaar rendement te behalen op hun obligatieportefeuille.</li></ul>
<b>Alternatieven</b>	<b>Overwogen</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>▪ Wij zijn overwogen in alternatieven.</li><li>▪ Het grootste deel van de alternatieven-allocatie is belegd in Amerikaanse bedrijfs- en staatsleningen.</li><li>▪ De reden hiervoor is als volgt: binnen onze aandelenallocatie zijn wij onderwogen in Amerikaanse aandelen. Echter, op portefeuilleniveau willen wij niet onderwogen zijn in de US Dollar.</li><li>▪ De rente op Amerikaanse obligaties is bovendien hoger dan die op Eurozone obligaties.</li></ul>



## Investment Team



**Hans Betlem**  
Chief Investment Officer

[hans.betlem@ibscm.nl](mailto:hans.betlem@ibscm.nl)  
+31 6 218 88 344



**Frank Bijleveld**  
Senior Portfolio Manager

[frank.bijleveld@ibscm.nl](mailto:frank.bijleveld@ibscm.nl)  
+31 6 510 85 204



**Koen Ronda**  
Portfolio Manager

[koen.ronda@ibscm.nl](mailto:koen.ronda@ibscm.nl)  
+31 6 237 58 580



**Ronald Bomkamp**  
Operational Portfolio Manager

[ronald.bomkamp@ibscm.nl](mailto:ronald.bomkamp@ibscm.nl)  
+31 6 146 90 089



**Michael Hiltrop**  
Investment Analyst

[michael.hiltrop@ibscm.nl](mailto:michael.hiltrop@ibscm.nl)  
+31 6 505 92 923



**Martijn Kleinbussink**  
Investment Analyst

[martijn.kleinbussink@ibscm.nl](mailto:martijn.kleinbussink@ibscm.nl)  
+31 6 513 15 156

De Cuserstraat 87  
1081 CN Amsterdam  
+ 31 20 51 41 780  
[info@ibscm.nl](mailto:info@ibscm.nl)  
[www.ibscm.nl](http://www.ibscm.nl)

18-20, Rue Edward Steichen  
L-2540 Luxembourg  
+ 35 22 786 0684  
[info@ibscm.lu](mailto:info@ibscm.lu)  
[www.ibscm.lu](http://www.ibscm.lu)





the Art of Winning Together