

INVESTMENT LETTER

OKTOBER 2020

Achmea Investment Management

Nieuw Pensioencontract is gebaat bij robuust beleggingsrendement

Succes vereist nieuw recept op basis van bestaande ingrediënten

Het Nieuwe Pensioencontract (NPC) moet een transparanter en persoonlijker pensioen opleveren dat beter aansluit bij de ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Daarnaast moet het perspectief op toekomstige verhogingen van de pensioen-uitkeringen verbeteren. De huidige nadruk op nominale zekerheid wordt daartoe losgelaten. Een grotere focus op koopkracht vereist het nemen van meer beleggingsrisico's en het minder sturen op nominale zekerheid. De aantrekkelijkheid van het NPC staat of valt dan ook in hoge mate met de beleggingsrendementen en de wijze waarop mee- en tegenvallers over generaties worden gedeeld. Dit betekent dat de beleggingsportefeuille straks geschikt moet zijn voor zowel jong als oud, recht moet doen aan de fundamentele onzekerheid in de beleggingsomgeving en goed uitlegbaar moet zijn. Een breed gespreid beleggingsuniversum is dan gewenst.

In het kort:

- Stabiele vermogensopbouw belangrijk voor jong en oud.
- Naar verwachting twee deelportefeuilles: een beschermings- en een rendementsportefeuille.
- Noodzaak om beleggingsbeleid goed te onderbouwen en aan te laten sluiten bij de preferenties van deelnemers.
- Beheersing neerwaartse risico's en vergaande diversificatie wenselijk.
- Grotere beleggingsvrijheid bij meer transparantie en verantwoording.

Individueel pensioenvermogen, collectief beheer

Deelnemers in het NPC krijgen niet langer een pensioentoezegging, maar een premietoezegging. De pensioenpremie wordt collectief belegd. Het behaalde beleggingsrendement wordt vervolgens opgesplitst in een zogenoemd beschermingsrendement en een overrendement. Het beschermingsrendement

Colofon

Deze Investment letter is een uitgave van Achmea Investment Management.

www.achmeainvestmentmanagement.nl

Auteurs



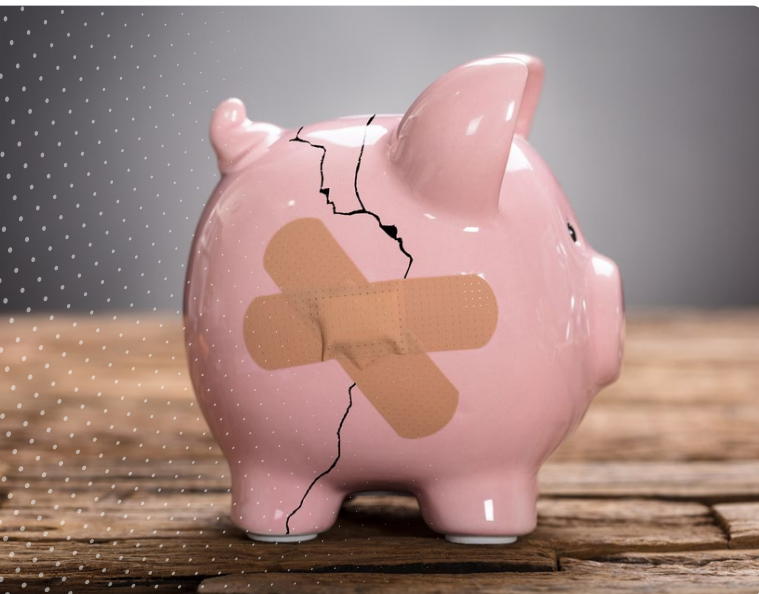
Wim Barentsen,
Chief Strategist



Coen van de Laar,
Sr. Investment Strategist



biedt een stuk zekerheid ten aanzien van het verwachte nominale pensioenresultaat. Het overrendement is het extra rendement dat resteert nadat het beschermingsrendement uit het totale portefeuillerendement is betaald. Deze beide soorten rendement worden op basis van vaste, leeftijdsafhankelijke toedelingsregels toegekend aan de individuele deelnemers die daarmee hun individueel geadmistreerd pensioenvermogen zien stijgen of dalen. Op basis van dit vermogen en een prudent vastgesteld projectierendement kunnen vervolgens verwachte toekomstige pensioenuitkeringen worden gecommuniceerd aan de deelnemers.



Het beste van twee werelden, maar nog veel onderzoek nodig

Het NPC belooft in zekere zin het beste van twee werelden: enerzijds worden beleggingsrisico's en -kosten collectief gedeeld (maar niet het renterisico), anderzijds is sprake van een individuele vermogensopbouw wat onder andere bijdraagt aan meer transparantie rondom de individuele pensioensituatie. De afgelopen maanden is op basis van globale modellen duidelijk geworden dat het NPC kan werken. Tegelijkertijd blijkt dat er bij de praktische invulling van het NPC nog veel lastige keuzes moeten worden gemaakt. Er is dus nog veel onderzoek nodig voordat een dergelijke regeling in de praktijk opgetuigd kan worden.

Van individuele risicohouding naar collectief beleggingsbeleid

Dit onderzoek zal onder andere moeten kijken naar de wijze waarop de leeftijdsafhankelijke risicohouding van de deelnemers het best kan worden bepaald. Deze risicohouding, in combinatie met de pensioenambitie en de beschikbare premie, vormt de basis voor de eerder genoemde toedelingsregels voor het beschermingsrendement en het overrendement. Deze toedelingsregels zijn op hun beurt mede bepalend voor het te volgen collectieve beleggingsbeleid. Ze bepalen immers impliciet ook de toedeling van het risico. Hoe de wisselwerking tussen toedelingsregels en het collectief beleggingsbeleid eruit gaat zien, is nog onduidelijk. Het is de bedoeling dat de toedelingsregels helder zijn en voor lange tijd vastliggen.

“Hoe de wisselwerking tussen de regels voor toedeling van rendement en het collectief beleggingsbeleid eruit gaat zien, is nog onduidelijk.”

Beschermingsrendement gaat voor overrendement

Het beschermingsrendement wordt straks bepaald op basis van de door DNB vastgestelde rentetermijnstructuur. Het is een berekend rendement dat verschilt per leeftijdscohort. Ieder pensioenfonds zal vervolgens op basis van de toedelingsregels moeten vaststellen hoeveel beschermingsrendement in termen van euro's ieder leeftijdscohort moet krijgen toegekend. Nadat het beschermingsrendement is toegekend wordt het overrendement over de deelnemers verdeeld conform diezelfde toedelingsregels. Door deze regels kunnen straks de facto 'levered' posities ontstaan voor de jongere deelnemers. Het NPC heft namelijk de zogenaamde leenrestrictie op. Dit moet voorkomen dat jongeren weliswaar veel risico aankunnen maar daarvoor nog nauwelijks vermogen kunnen inbrengen.

Naar twee deelportefeuilles

Wij verwachten dat de voorgestelde systematiek er toe zal leiden dat op collectief niveau het beleggingsbeleid van een fonds logischerwijs uiteenvalt in een beschermings- en een rendementsportefeuille. De beschermingsportefeuille krijgt als doelstelling om zo goed mogelijk het beschermingsrendement te repliceren. Waarschijnlijk kiezen fondsen ervoor om het berekende uit te keren beschermingsrendement ook daadwerkelijk als zodanig uit de beleggingsmarkt te halen. Hiervoor wordt de beschermings- of matchingportefeuille opgetuigd. Zo wordt voorkomen dat het resterende overrendement volatieler wordt en er aanzienlijke, onbedoelde herverdelingseffecten optreden. De rendementsportefeuille krijgt als taak rendement te behalen. Dit op een wijze die het beste past bij de ambitie en opzet van de regeling en bij de *investment beliefs* van het fonds.

Beleggingsomgeving is niet-stationair en fundamenteel onzeker

In theorie is de constructie van een in verwachting optimale rendementsportefeuille een relatief eenvoudige klus. Op basis van verwachte rendementen, volatiliteiten en correlaties kan een portefeuille worden berekend met de hoogste Sharpe-ratio (het hoogste excesrendement per eenheid risico). Daarmee wordt op de meest efficiënte manier risico genomen. Afhankelijk van het totale risicobudget kan een dergelijke portefeuille met behulp van 'leverage' nog wat worden aangezet. Het is in de praktijk niet verstandig om te veel op deze 'wetenschappelijke' portefeuilleoptimalisatie te leunen. De risico- en rendementsparameters die als input voor de modellen worden gebruikt, zijn daarvoor met teveel onzekerheid omgeven. We weten veel minder dan in deze aanpak wordt verondersteld. Verwachtingen komen vaak niet uit en de Sharpe ratio's en correlaties van de asset classes variëren sterk door de tijd (zijn niet-stationair). De lange termijn behelst vaak een reeks van elkaar opvolgende, uiteenlopende, moeilijk voorspelbare beleggingsregimes. Er is met andere woorden niet alleen sprake van te modelleren risico-, maar ook van fundamentele onzekerheid.

Meer uitleg en verantwoording bij grotere transparantie

De fundamentele onzekerheid over de toekomst heeft tot gevolg dat er niet één objectief-beste methode bestaat om een portefeuille te bouwen. Het betreft hier geen ‘financial-engineering’ vraagstuk dat geheel aan de experts kan worden overgelaten. Tal van aanpakken zijn denkbaar. Het draait in de praktijk in belangrijke mate om de *investment beliefs* van de belegger, opvattingen waarvoor vaak wel het nodige bewijs bestaat maar die toch met onzekerheid zijn omgeven. Door deze inherent ambigue situatie is er in aanleg bij alle stakeholders rondom een pensioenfonds behoefte aan een duidelijke en bevredigende uitleg over de onderbouwing van het beleggingsbeleid en de resultaten daarvan.



Wij verwachten dat in het NPC deze behoefte sterk toeneemt. Alle deelnemers krijgen immers inzicht in de ontwikkeling van hun pensioenvermogen dat vrij direct te koppelen is aan het verwachte pensioenresultaat. Onderlinge vergelijkingen, binnen fondsen tussen leeftijdsgenoten en over fondsen heen, zullen gemaakt gaan worden. Dit maakt het nog belangrijker om de uitgangspunten waarop het beleggingsbeleid is gebouwd goed te onderbouwen en deze aan te laten sluiten op de preferenties van deelnemers.

Lage rente blijft ook in het NPC een probleem

Eén van de redenen voor de beoogde vernieuwing van het pensioenstelsel is de sterk gedaalde en inmiddels bijzonder lage rente. Met diep negatieve rentes over de hele looptijd van de curve is risicovrije vermogensopbouw zo goed als onmogelijk is. Alleen als we de komende 50 jaar gemiddeld genomen deflatie hebben, heeft een 50 jarige obligatie/swap bij de huidige rentes economisch zin. Zicht op hogere beleggingsrendementen en in het verlengde daarvan indexatie, vereist het nemen van meer beleggingsrisico en de acceptatie van meer fluctuaties in het (verwachte) pensioen. Het huidige stelsel kan dit niet faciliteren. Het NPC biedt sociale partners de mogelijkheid een nieuwe, nu leeftijdsafhankelijke, afweging te maken voor wat betreft nominale zekerheid en rendementspotentieel. Hiermee is niet gezegd dat het probleem van de lage rente er niet meer is. Langs twee wegen bemoeilijkt het lage renteniveau de pensioenopbouw. Ten eerste wordt de veiligheid van nominale staatsobligaties duur betaald in de zin dat het verwachte rendement daarop negatief is. Ten tweede tast de

zeer lage rente de diversificatiekracht van staatsobligaties aan, waardoor het een stuk lastiger wordt een goed gediversifieerde rendementsportefeuille te bouwen.

De effectieve beleggingshorizon is begrensd

Het is de bedoeling dat de leeftijdsafhankelijke toedelingsregels conform de principes van het life-cycle-beleggen worden opgesteld. Jongeren krijgen dan een grote – eventueel geleveraged – blootstelling naar het overrendement. Naarmate de deelnemers ouder worden, neemt deze blootstelling naar het overrendement af en neemt die naar het beschermingsrendement toe. Dit laatste is om een zekere mate van (nominale) zekerheid rondom het verwachte pensioen te kunnen bieden.

Het lijkt op het eerst gezicht voor de hand te liggen dat de rendementsportefeuille vooral belegd zal zijn in aandelen. Dit is immers doorgaans de categorie met één van de hoogste verwachte rendementen op de lange termijn. Om een aantal redenen lijkt dit echter geen verstandige lijn.

Ten eerste is er geen zekerheid dat aandelen inderdaad het hoogste langetermijnrendement zullen geven. Historisch zijn er lange periodes geweest dat aandelen het matig hebben gedaan en dat er zelfs geen risicopremie ten opzichte van kasgeld werd verdiend. Ook op lange termijn blijft een goede spreiding over beleggingscategorieën zeer belangrijk.

Ten tweede is de effectieve beleggingshorizon van jongeren in het NPC minder lang dan het lijkt. Aandelen laten grote piek-dalverliezen zien waardoor de aandelenexposure gevoelig wordt voor timing. Dit is potentieel een nadeel omdat deelnemers, mogelijk als onderdeel van een cohort, hun exposure naar aandelen stapsgewijs over de tijd afbouwen. Als dit gebeurt kort na een sterke daling van de aandelenmarkt, kan nog maar ten dele van het herstel worden genoten.

Voor deelnemers die overstappen naar een ander fonds en waardeoverdracht plegen, geldt een vergelijkbaar risico. We moeten ons dus niet blindstaren op analyses die 30-40 jaar de toekomst in kijken. De gedachte achter het NPC was juist, dat gegeven meer heterogene, flexibele arbeidspatronen, mensen korter deelnemer in een fonds kunnen zijn. En dan is het ook van belang wat de hoogte van het individueel pensioenvermogen is na bijvoorbeeld 5 jaar!

“Het beoogde doel is een relatief stabiele vermogensgroei. Daarmee blijft de rendementsportefeuille relatief aantrekkelijk voor deelnemers ook al worden ze geleidelijk aan ouder.”

Stabiele vermogensopbouw belangrijk voor jong en oud

De toekomst is fundamenteel onzeker en valt niet goed te voorspellen. Een beleid dat optimaal is in scenario A kan desastreuus uitpakken onder scenario B. Bij Achmea IM zijn wij dan ook huiverig voor optimalisaties en voorstander van een aanpak gericht op een robuuste

portefeuille, één die het bij een brede set van ontwikkelingen redelijk tot goed doet. Het is onze overtuiging dat deze aanpak, die de strategie niet wil *finetunen* en stoelt op een effectieve, vergaande diversificatie over laag gecorreleerde bronnen van rendement, ook in het NPC van grote waarde zal zijn.

Het beoogde doel is een relatief stabiele vermogensgroei. Daarmee blijft de rendementsportefeuille relatief aantrekkelijk voor deelnemers ook al worden ze geleidelijk aan ouder. Dit is gewenst aangezien de beschermingsportefeuille bij de huidige en naar verwachting nog lange tijd zeer lange renteniveaus niet effectief kan bijdrage aan groei in het verwachte pensioenresultaat. Daarnaast biedt een relatief stabiel beleggingsrendement betere mogelijkheden voor de in het NPC toegestane leverage. Daarmee is een dergelijke robuuste rendementsportefeuille ook voor jongeren aantrekkelijk. In plaats van een zeer hoge blootstelling naar aandelen wordt dan gekozen voor een blootstelling naar een relatief stabiel en robuust rendementsverloop met een hefboom. Leverage toegepast op een sterk op aandelen georiënteerde rendementsportefeuille maakt de vermogensopbouw van jongeren naar onze mening te gevoelig voor staartrisiko's. Denk hierbij bij voorbeeld aan een neerwaartse aandelenschok van 50% die door leverage impliciet in de toedelingsregels in een vermogensverlies van 80% resulteert. Dergelijke risico's zullen door zeer velen als onacceptabel hoog worden gekwalificeerd. Daarbij kan de leverage er in theorie voor zorgen dat het pensioenvermogen van jongeren negatief wordt. In een dergelijk scenario's is geen herstel meer mogelijk.

Beheersing neerwaartse risico's wordt belangrijker

In het NPC worden de gevolgen van bewegingen op de financiële markten voor de verwachte pensioenresultaten over de tijd

uitgesmeerd. Dit neemt niet weg dat grote piek-dal-verliezen en lange hersteltijden in de rendementsportefeuille minder gewenst zijn. Deelnemers zien deze immers direct terug in het overzicht van hun individueel pensioenvermogen. Grote schokken op financiële markten die lang doorwerken kunnen het draagvlak en daarmee de houdbaarheid van een beleid ondergraven. Herstel is altijd onzeker, de beleggingshorizon is effectief vaak korter dan het lijkt (zie hiervoor) en grote verliezen kunnen lang doorwerken en zo de pensioenuitkering nadelig beïnvloeden.

Bij de constructie van de rendementsportefeuille zal naar een breed pallet aan risico-maten moeten worden gekeken. In geval van een indexatie-ambitie hoort daarbij ook het risico van een langjarig achterblijven van het rendement bij de inflatie. Een goed gediversifieerde returnportefeuille is een belangrijke, eerste stap ter beheersing van neerwaartse risico's. Indien wenselijk kan het neerwaarts risico verdergaand worden beperkt door de inzet van derivaten. Dit kan met een strategische dan wel tactische insteek worden gedaan. Aan beide aanpakken kleven echter ook (beleggingsinhoudelijke en uitvoeringstechnische) bezwaren.

Een betere en meer robuuste portefeuille door diversificatie

In tabel 1 worden ter illustratie vier mogelijke rendementsportefeuilles op basis van historische data (januari 1999-juni 2020) vergeleken. Portefeuille 1 belegt wereldwijd in aandelen van de ontwikkelde landen. Portefeuille 2 diversificeert door ook in aandelen en schuldpapier van opkomende landen alsook in high yield te beleggen. Het rendement stijgt hierdoor en het risico (volatiliteit, piek-dal-verlies) neemt af. Portefeuille 3 wil robuuster zijn en spreidt verder, nu meer richting risico-verlagende beleggingscategorieën als: staatsobligaties, credits,

FIGUUR 1 VOORBEELD RENDEMENTSPORTEFEUILLES: RENDEMENT EN RISICO (JANUARI 1999 T/M JUNI 2020)

	Portefeuille 1 100% Aandelen	Portefeuille 2 Diversificatie Rendement	Portefeuille 3 Diversificatie Risiko	Portefeuille 4 Leveraged Portefeuille 3
Rendement jaarbasis	5,1%	6,2%	5,6%	6,6%
Volatiliteit jaarbasis	14,6%	11,2%	6,7%	8,1%
Excesrendement	3,7%	4,7%	4,1%	5,2%
Sharpe ratio	0,25	0,42	0,61	0,64
Piek-dal-Verlies	51,4%	40,6%	23,2%	27,3%

Maanddata over de periode januari 1999 tot en met juni 2020

Portefeuille 1 100% aandelen wereld

Portefeuille 2 50% aandelen wereld, 10% aandelen EM, 20% high yield en 20% EMD HC

Portefeuille 3 25% aandelen wereld, 5% aandelen EM, 15% HY, 15% EMD, 10% Staatsobligaties DE, 10% euro credits, 10% ILB, 5% hedge funds en 5% grondstoffen

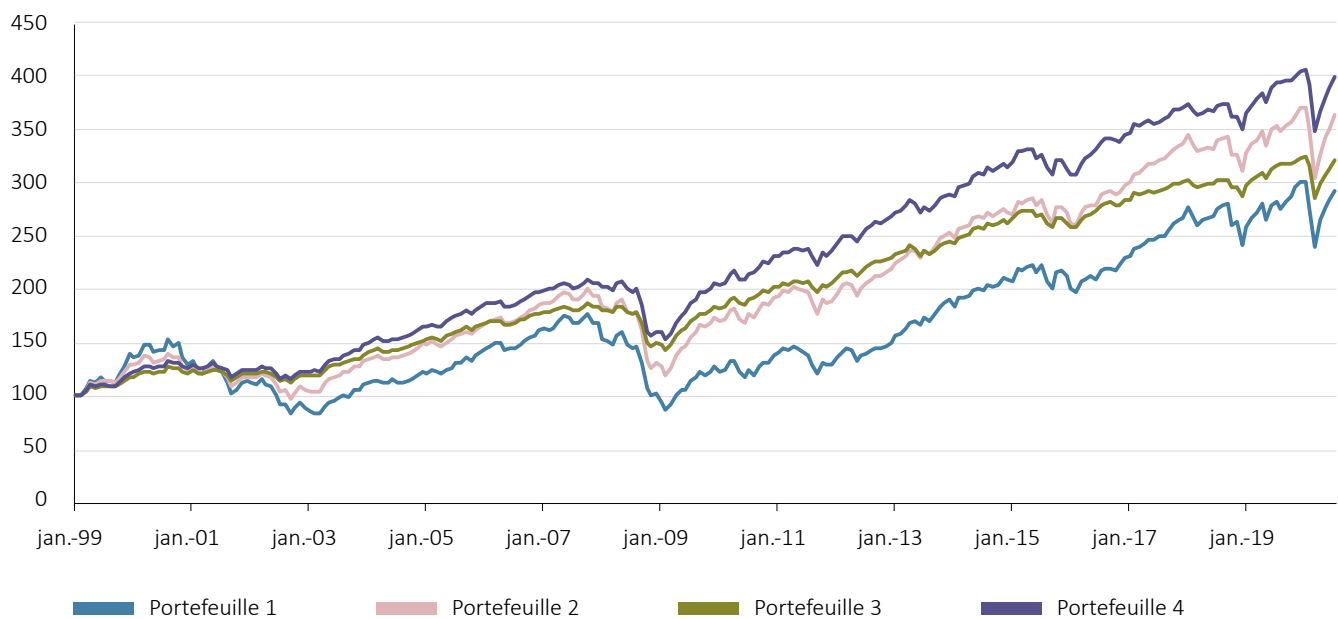
Portefeuille 4 20% leverage (120% blootstelling) naar Portefeuille 3. Zonder leverage kosten

ILB's, hedge funds en grondstoffen. Hierdoor nemen de risico's verder af. Bij een lager rendement is wel sprake van een aanzienlijk hogere Sharpe-ratio. Portefeuille 4 ten slotte, is een geleverde versie van portefeuille 3. Uit figuur 1 blijkt de (historische) aantrekkelijkheid van deze laatste portefeuille in termen van risico en rendement. Figuur 2 laat zien hoe de robuuste geleverde portefeuille door een hoger en stabielere rendement een aanzienlijk hoger eindvermogen oplevert dan de andere 3 portefeuilles. Figuur 3 ten slotte vergelijkt het piek-dal-verlies en de hersteltijd van portefeuille 1 en de beter presterende portefeuille 3.

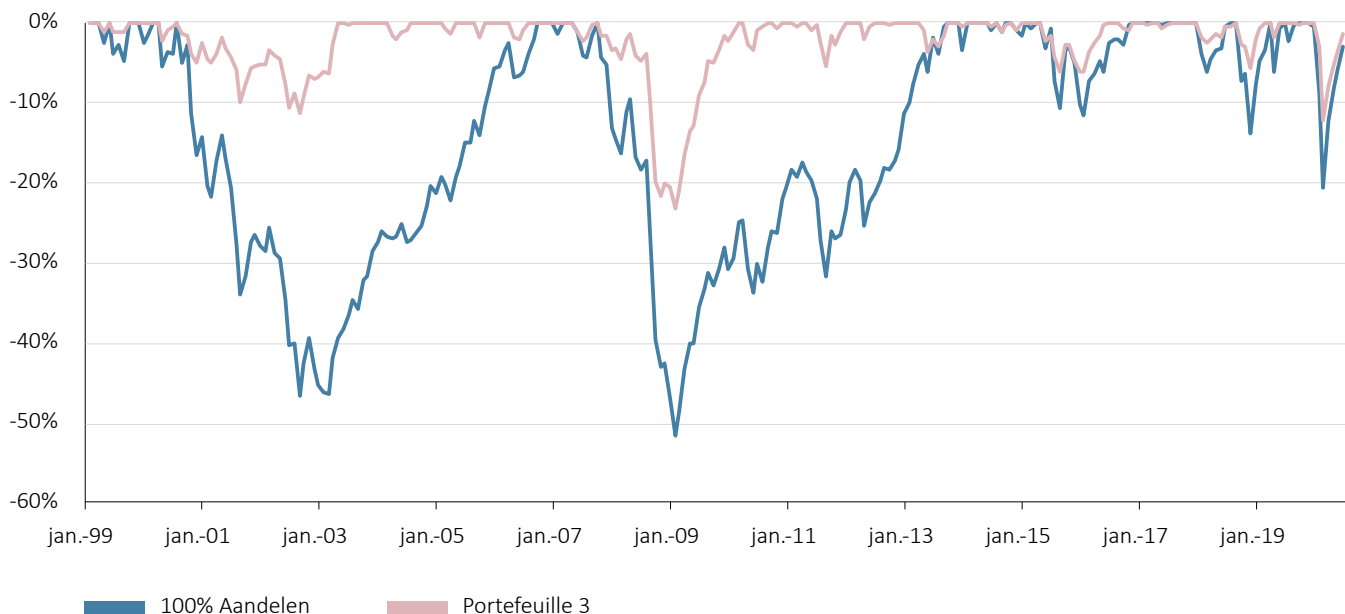
Randvoorwaarden voor de rendementsportefeuille

Een robuuste rendementsportefeuille vraagt onder andere om vergaande diversificatie over laag gecorreleerde risicopremies en diversificatie over macro-economische schokken. De feitelijke portefeuilleconstructie vindt op *asset-only* basis plaats, stelt de risico-allocatie centraal en zorgt voor een totaal risicoprofiel dat past bij de gehanteerde toedelingsregels. In het nieuwe pensioensysteem vallen het FTK en het Vereist Pensioen Vermogen (VPV) weg. Hierdoor vindt een verschuiving plaats van relatieve en regelgeving gedreven risicomaatstaven, zoals de

FIGUUR 2 VOORBEELDPORTEFEUILLES: HISTORISCH RENDEMENTSVERLOOP (JANUARI 1999 T/M JUNI 2020)



FIGUUR 3 PIEK-DAL-VERLIES EN HERSTELTIJD (JANUARI 1999 T/M JUNI 2020)



dekkingsgraad-at-risk en de tracking-error ten opzichte van de VPV, naar absolute risicomaatstaven. De zoektocht naar een goede rendementsportefeuille zal zich binnen onder andere de volgende randvoorwaarden gaan voltrekken:

- Benodigd rendement afgeleid van de (reële) pensioenambitie van het fonds;
- De volatiliteit van de portefeuille;
- Piek-dal-verliezen en Conditional Var (verliezen in de staart van de verdeling);
- Hersteltijd na een neerwaartse correctie;
- Stabiliteit van de verschillende risicopremies;
- Liquiditeit.

Grotere beleggingsvrijheid

De overstap van de huidige, op het FTK gebaseerde, regelingen naar het NPC zal naar verwachting gepaard gaan met een grotere beleggingsvrijheid. De afschaffing van eisen verbonden aan het Vereist Eigen Vermogen betekent dat een fonds zijn afwegingen meer op strikt beleggingsinhoudelijke gronden kan maken. Dit geldt onder andere ten aanzien van beslissingen rondom de blootstelling naar vreemde valuta. Deze wordt door de toezichthouder nu zondermeer als risico-verhogend gezien. Iets vergelijkbaars geldt

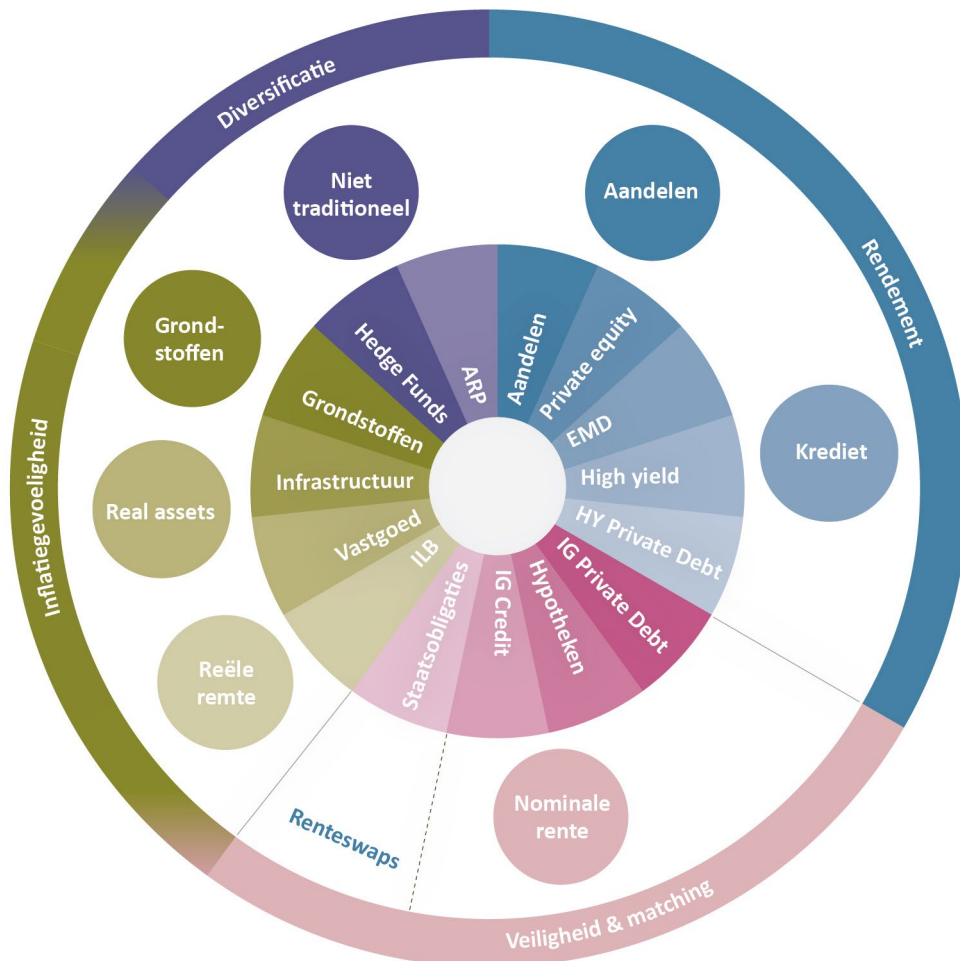
voor in de VEV-regelgeving relatief zwaar belaste categorieën als private equity, infrastructuur en hedge funds.

Een minder grote nadruk op nominale zekerheid, betekent ook dat de link in het beleid met de eurorente losser kan worden. Waar nu bij categorieën zoals credits en staatsobligaties blootstelling naar de eurorente soms als een voordeel wordt gezien, zou de voorkeur straks kunnen uitgaan naar breder gespreide wereldwijde credits of staatsobligaties.

Ander recept, dezelfde soort ingrediënten

Figuur 4 geeft op een gestileerde wijze het huidige Achmea IM beleggingsuniversum weer. Onder in totaal 7 verschillende risicocategorieën met ieder hun eigen rol in de portefeuille, is een groot aantal bouwstenen (asset classes met uiteenlopende risicopremies) gegroepeerd. De genoemde rollen, met uitzondering van matching, zijn alle van belang in een pure rendementsportefeuille. Alle risicocategorieën met daaronder de bijbehorende bouwstenen, komen dan ook in aanmerking voor opname in de rendementsportefeuille van het NPC. Dit geldt in aanleg ook voor de nominale rente, zij het dat daar de verwachte risicopremies ten opzichte van kasgeld momenteel bijzonder laag zijn. De grotere beleggingsvrijheid onder het NPC biedt wellicht ruimte voor aanvullende bouwstenen.

FIGUUR 4 ACHMEA IM STRUCTURERING BELEGGINGSUNIVERSUM



Wij zien onder het NPC een blijvend nuttige rol voor illiquide categorieën zoals infrastructuur en vastgoed. De inflatiegevoelige kasstromen, het diversificatiepotentieel en de (kunstmatig) lage volatiliteit van deze asset classes helpen bij het bouwen van een portefeuille met een gedempt risicoprofiel en indexatiepotentieel. Hierbij moet wel goed worden nagedacht over de wijze en timing waarop illiquide beleggingen worden meegenomen in de toedeling van het rendement. De overstap naar het NPC vereist ons inziens geen fundamentele aanpassing van de visie op illiquiditeit in de beleggingsportefeuilles. Zolang sprake blijft

van een verplichte deelname aan een collectief beleggingsbeleid zijn pensioenfondsen bij uitstek in staat om te profiteren van blootstelling naar illiquide assets. Wel blijft daarbij goed onderbouwde maatvoering belangrijk. Hierbij dient rekening te worden gehouden met onder andere collateral eisen, de ontwikkeling van het risicoprofiel van de totale portefeuille door de tijd alsook eventuele nieuwe keuzemogelijkheden voor deelnemers rondom de pensioneringsdatum. Vastrentende zakelijke waarden zoals high yield en EMD zijn ook straks (potentieel) aantrekkelijk gezien hun rendementspotentieel in combinatie met de vaak relatief korte hersteltijden. Ook alternatieve beleggingen met een lage beta-exposure, zoals ARP en Hedge Funds blijven potentieel nuttig vanwege hun diversificatiepotentieel, zeker nu vooralsnog staatsobligaties dit laatste minder goed kunnen doen vanwege de zeer lage renteniveaus. Het bouwen van een robuuste rendementsportefeuille blijft een grote uitdaging, zeker in tijden van record lage rentes en de aanhoudende risico's van grote deflatie- en stagflatieschokken. Ook uitdagende instrumenten als *tailhedging* en dynamische risicosturing zullen daarom straks op hun nuttigheid gewogen moeten worden.

Bijdrage aan bestendigheid beleid

De hier bepleite relatief visie-arme, vergaand gediversifieerde strategische allocatie is ons inziens een verstandig vertrekpunt voor de constructie van de rendementsportefeuille in het NPC. Deze positie- die expliciet de hoge mate van onzekerheid in de beleggingsomgeving erkent – is goed uitlegbaar, ook in het licht van alle grote schokken en onverwachte ontwikkelingen in de wereldeconomie en op financiële markten van de laatste decennia. Daarmee biedt ze een goede basis voor de bestuurlijke verantwoording over dit deel van het beleid en kan zo bijdragen aan de bestendigheid er van.



Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.