

KWARTAALUPDATE

Credits

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Grote schommelingen in spreads van bedrijfsobligaties: Ontdek hoe spreads met maar liefst 25 basispunten daalden, maar eerst omhoogvlogen door een stortvloed aan nieuwe leningen.

Vooruitzichten

- Waar Europa mogelijk economische stabiliteit vindt, schakelt de VS door naar hogere groei.
- Verschuivingen in de risicoposities door aanstaande renteverlagingen van de ECB en Fed.

AUTEURS



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Gerben Cuiper,
Senior Portfolio
Manager Credits



Jeroen Koopmanschap,
Portfolio Manager
Credits

THEMA

Luxury van darling naar daring

De retailmarkt voor sieraden en andere luxe-goederen staat onder druk met winst-waarschuwingen van verschillende merken. Met name in China vallen de verkopen sterk tegen waardoor Kering (bekend van merken als Gucci en Saint Laurent) verwacht dat de omzet zal dalen. Vanwege de stabiele groei, lage leverage en hoge marges handelden obligaties van dit soort bedrijven de afgelopen jaren relatief duur ten opzichte van andere bedrijfsobligaties. Echter, sinds de coronapandemie en de stijgende rente is de markt bang geworden dat er minder geld te besteden is voor dit soort aankopen. De bedrijfsresultaten lijken die angst te bevestigen en daar reageren de spreads dan ook op.

[Lees meer op pagina 4 →](#)



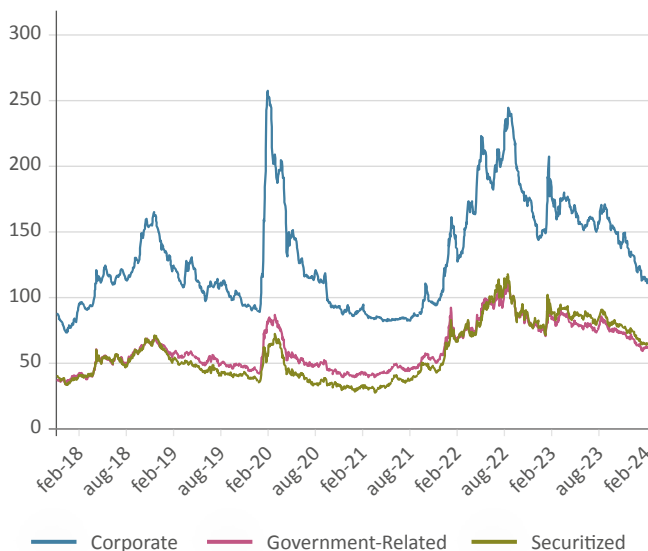
Marktbeeld

Spreads bedrijfsobligaties daalden per saldo maar liefst 25 basispunten

Toch begon het jaar geheel anders: op 3 januari vlogen spreads direct omhoog toen er een stortvloed aan nieuwe leningen naar de markt kwam. Toen bleek dat de hoeveelheid nieuwe leningen toch meeviel, begonnen spreads weer te dalen. De daling van spreads kreeg extra kracht toen de Amerikaanse aandelenmarkt begon te rallyen na sterke bedrijfsresultaten (van onder meer van chipmaker Nvidia) en Amerikaanse macro-economische cijfers. Door de sterke markt en doordat steeds meer bedrijven hun jaarcijfers publiceerden, kwamen er veel nieuwe leningen van niet-financiële bedrijven naar de markt. Door de sterke vraag slonken de nieuwe issue premies als sneeuw voor de zon. Naast 3 januari waren er slechts een paar momenten dat de markt wat onder druk kwam. Dat gebeurde onder meer toen het Amerikaanse New York Community Bank haar cijfers publiceerde en daarin forse provisies opnam voor verliezen op haar commercieel vastgoedportefeuille. Dit leidde vervolgens ook tot problemen bij enkele kleine Duitse banken.

Er waren verschillen tussen de sectoren. Mede door het flinke aanbod van nieuwe obligaties in de niet-financiële sectoren bleven deze wat achter. Banken en vastgoed hadden de wind mee, de aantrekkelijke waardering van deze sectoren speelden hierbij een grote rol.

Figuur 1: Spreadontwikkeling segmenten
(t.o.v. Duitse Staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vooruitzichten

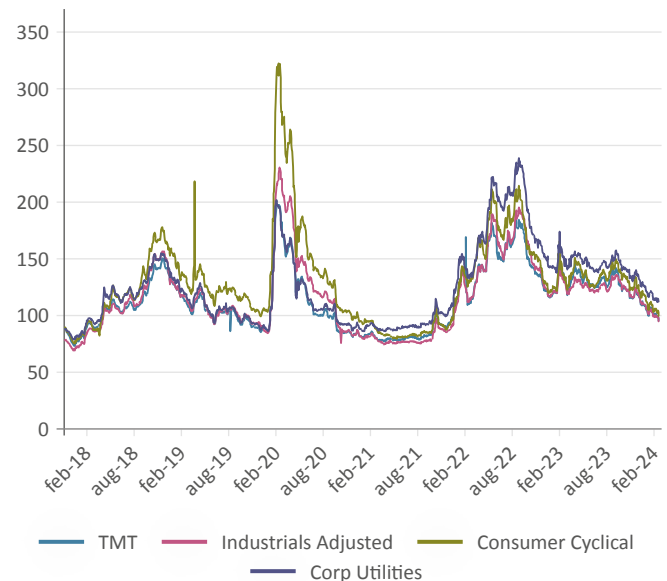
Europa lijkt de bodem te hebben gevonden

Vooruitkijkende indicatoren duiden niet meer op verdere economische verslechtering. Voorwaarde daarvoor is dat de ECB volgend jaar de rente verlaagt. Markten hebben hier al in grote mate voorschot op genomen (langere rentes gedaald), wat de Europese economie wat lucht geeft. Een andere ondersteunde factor is dat gasprijzen ruim onder niveaus liggen van voor de Russische inval in Oekraïne. Voor consumenten is eveneens positief dat inflatie hard daalt terwijl werkloosheid voorlopig nog laag blijft, waardoor de forse loonsverhogingen eindelijk enig koopkrachtherstel geven. Er zijn wel tekenen dat de arbeidsmarkt iets verslechtert, met name in het noorden van Europa. Het scenario dat de economie toch verder verslechtert is echter niet van tafel: bij veel bedrijven is er sprake van magedruk mede door de hoge reële rentes. Uiteindelijk kan dit tot een verzwakking van de arbeidsmarkt leiden. Een andere uitdaging voor Europa is dat in China de economie veel minder hard groeit door de Chinese vastgoedcrisis: slecht nieuws voor Europese exporteurs.

Terwijl de VS weer lijkt door te schakelen naar hogere groei

Het beeld aan de andere kant van Atlantische Oceaan is heel anders dan in Europa. Vooruitkijkende economische vooruitzichten indicatoren duiden weer op gezonde economische

Figuur 2: Spreadontwikkelingen sectoren
(t.o.v. Duitse staatsobligaties, in basispunten)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

groei in de VS. Maar er zijn daardoor ook aanwijzingen dat inflatie niet zo makkelijk te overwinnen is, daarover zo meteen meer. In de VS speelt daarnaast dat de groei vorig jaar veel hoger was, doordat het begrotingstekort flink toenam. Dat zal in aanloop van de presidentsverkiezingen niet nog een keer gebeuren, want de Republikeinen hebben de macht in het Amerikaanse Congres en willen president Biden geen cadeautjes geven.

ECB en Fed maken zich op voor renteverlagingen dit jaar

Het lijkt moeilijk voorstelbaar, maar het is toch mogelijk dat de ECB voor de Fed zal beginnen aan de eerste renteverlaging. Want de inflatie is gaan liggen in Europa, terwijl dit in de VS mogelijk weer onder druk komt door de sterke economische groei. Daarmee zou de Fed wel eens kunnen wachten tot het midden of einde van de zomer, terwijl de ECB al in juni mogelijk de eerste renteverlaging door zal voeren.

April: doorgaans minder supply door bedrijfsresultaten en Paasvakantie

De grote vraag is echter wat de vraag naar credit gaat doen. De afgelopen maanden waren er veel inflows bij creditfondsen.

De kans bestaat dat dit doorzet, met de eerste renteverlagingen in zicht. Er is echter ook een kans dat de inflows afzwakken. De afgelopen weken zagen we immers ook forse outflows bij credit ETF's.

Positionering

Licht overwogen risicopositie

We maken een pas op de plaats na de flinke rally van de afgelopen maanden. Wij denken dat de markt op de zaken vooruit is gelopen is en in feite al geprofiteerd heeft van de positieve technical van april, voordat deze goed en wel begonnen is.

Qua sectoren houden we vast aan een onderwogen positie in de consumentensectoren vanwege krappe waarderingen. Daartegenover houden we vast aan de overweging in gedekte obligaties, vanwege de aantrekkelijke waarderingen.

Outperformance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

Figuur 3: Performance Achmea IM Euro Corporate Bond Fund

Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	0,76%	0,47%	0,29%
dit jaar	0,76%	0,47%	0,29%
1 jaar	8,32%	6,82%	1,50%
3 jaar	-1,26%	-2,18%	0,92%
Sinds aanvang (15 november 2019)	-0,21%	-1,06%	0,85%

	Information Ratio	Tracking Error
3 jaar	2,37	0,39%
Sinds aanvang	2,22	0,38%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd. Fondrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten. Gegevens per 31 maart 2024.

Let op: Dit is een publicitaire mededeling. Fondrendementen zijn voor aftrek van kosten. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

THEMA

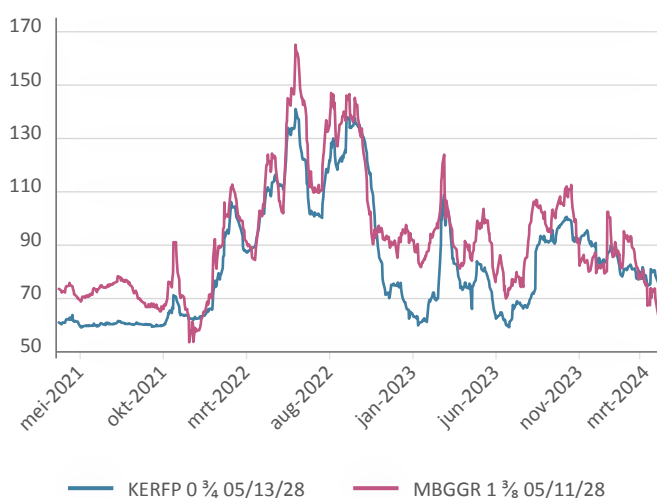
Luxury van darling naar daring

De retailmarkt voor sieraden en andere luxe-goederen staat onder druk met winstwaarschuwingen van verschillende merken. Met name in China vallen de verkopen sterk tegen waardoor Kering (bekend van merken als Gucci en Saint Laurent) verwacht dat de omzet zal dalen. Vanwege de stabiele groei, lage leverage en hoge marges handelden obligaties van dit soort bedrijven de afgelopen jaren relatief duur ten opzichte van andere bedrijfsobligaties. Echter, sinds de coronapandemie en de stijgende rente is de markt bang geworden dat er minder geld te besteden is voor dit soort aankopen. De bedrijfsresultaten lijken die angst te bevestigen en daar reageren de spreads dan ook op (zie figuur 4).

De bedrijven zelf zijn echter nog steeds gefocust op groei, en in de tweede helft van het afgelopen jaar werden er in de sector veel obligaties geplaatst na jaren van afwezigheid. Op het gebied van M&A was de grootste overname die van Capri door Tapestry. Door de combinatie van een slechte markt, eerste uitgifte in euro en overheden die de deal beoordelen wijken de obligaties extreem af van de rest van de markt (zie figuur 5).

Toch is, in tegenstelling tot de berichtgeving, niet alles kommer en kwel. Slechte headlines staan nu eenmaal vaak langer in het geheugen dan de goede headlines. Kijken wij naar een bredere

Figuur 4: Kering vs Mercedes Benz (spreads vs Duitsland)



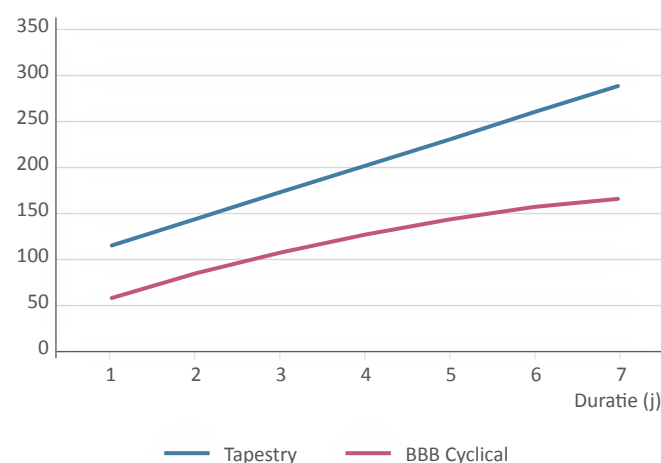
Bron: Achmea IM, Bloomberg



selectie cijfers dan zien wij een heel ander beeld. LVMH verwacht weer te groeien en heeft eerdere verliezen op de beurs alweer ruimschoots goedge maakt. De vraag is dus of de verslechtering inderdaad marktbreed is of slechts bedrijfsspecifiek door de wissel van de designer.

De markt voor luxury is wellicht niet meer zo makkelijk als een paar jaar geleden. Kijken wij naar de zwakkere partijen uit deze selectie dan zien wij dat Kering desondanks mooie winstmarges van 16% weet te rapporteren, hoewel de verwachting is dat die zal afzakken naar 14%. De verwachte free cashflow zal €3 miljard per jaar zijn. De aflossing van de obligaties lijkt dan ook in de verste verte nog niet in gevaar te komen. Een downgrade van een notch zit wel in de verwachting maar zit ook al in de prijs. Op de huidige waardering wordt al rekening gehouden met een zwakkere markt waardoor de downside redelijk beperkt is en als blijkt dat de onderliggende cijfers herstel laten zien dan bieden de obligaties die wij in de portefeuille hebben veel potentie voor krappere spreads.

Figuur 5: BBB Tapestry versus BBB cyclical (spreads vs Duitsland)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Stagnatie in de switch naar elektrische auto's

Door hoge kosten en tegenvallende groei

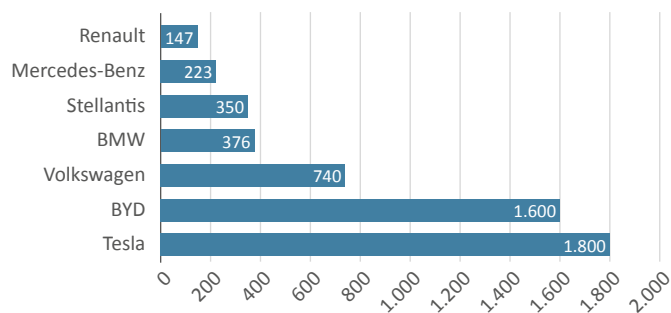
Autofabrikanten grote sector, met relatief weinig schuld

Autofabrikanten zijn een grote sector in de euro investment grade bedrijfsobligatiemarkt, met zo'n 7% van de index. Ondanks dat de meeste autofabrikanten over het algemeen een conservatief financieel beleid voeren, met lage schuld en veel kasgeld op de balans. Autofabrikanten hebben vaak een grote leasetak, waar ze geld voor ophalen in de obligatiemarkt. Bovendien moeten zij heel veel investeren in de productie van elektrische auto's (EV's). Daarvoor moeten de autofabrikanten toegang houden tot de investment grade markt. Deze toegang wordt behouden door voldoende obligaties te laten uitstaan, zelfs als er veel kasgeld is.

Europese autofabrikanten hebben de EV boot gemist

Meer dan de helft van de EV's wordt verkocht door nieuwe spelers in de automarkt: Tesla en het Chinese BYD (zie figuur 6). Daar komt nog bij dat Tesla en de Chinese automakers véél goedkoper kunnen produceren. Dit verschil is zo groot, dat het erg lastig dit wordt te overbruggen door de traditionele autofabrikanten zoals Volkswagen. China werd zelfs vorig de grootste auto-exporteur van de wereld.

Figuur 6: Europa blijft achter met EV's: Tesla en BYD verkopen meer dan zij tezamen (duizendtallen)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Tegenvallende groei van EV's door hoge kosten

De paniek zit er bij de Europese autofabrikanten goed in. Zelfs dusdanig dat de baas van Renault al opperde om een "Airbus van auto's" op te richten. Daarmee zouden de kosten gedeeld kunnen worden. Wij denken niet dat dit heel waarschijnlijk vanwege allerlei obstakels, zoals mededinging, maar ook dat de verliezen aan werkgelegenheid uiteindelijk ergens zullen moeten vallen - en dat ligt natuurlijk erg gevoelig. De paniek wordt ook gedreven doordat de groei in vraag naar EV's tegenvalt. Dit jaar wordt waarschijnlijk de minste groei sinds 2019. Nu is dat op zich niet verwonderlijk, omdat de groei van een lage basis nu eenmaal sneller gaat dan wanneer er al aardig wat EV's rondrijden. Het is echter wel een probleem voor de Europese autofabrikanten, want EV's zijn verlieslatend. Maar zelfs voor Tesla is de tegenvallende groei vervelend,

getuige het verlies van een vijfde van haar marktwaarde dit jaar. De tegenvallende groei wordt gedreven door meerdere factoren: minder subsidies op EV's, huurmaatschappijen die schrikken van hoge reparatiekosten (terwijl de waarde daalt vanwege de door Tesla ontketende prijzenoorlog) en consumenten die minder geneigd zijn de hoofdprijs te betalen voor de klimaattransitie. Denk daarbij ook aan de hogere verzekeringspremies voor EV's.



Minder groei, betekent uitgestelde investeringen door autofabrikanten

De meeste autofabrikanten kijken nu even de kat uit de boom, stellen hun EV targets naar beneden bij en wachten met grote investeringen. Tegelijkertijd nemen beloningen aan aandeelhouders flink toe. Zo kondigden Renault en Mercedes flinke pakketten aan voor aandeelhouders. De combinatie van uitgestelde investeringen in EV-productie en toenemende aandeelhouderbeloningen belooft weinig goeds voor de toekomst. Want autofabrikanten moeten voldoen aan strenge CO₂-eisen in de Europese Unie. En als zij daar niet aan voldoen, liggen er boetes in het verschiet. Of moeten geld overmaken aan concurrent Tesla om daarmee CO₂-credits te kopen.

Onderwogen posite in autofabrikanten

Op dit moment zijn de spreads van autofabrikanten relatief laag. Dat heeft vooral te maken met het geringe aanbod van nieuwe obligatie uitgiftes in de sector. Wanneer er toch meer nieuwe obligaties worden geplaatst, kunnen spreads onder druk komen te staan. Tegenover de lage vergoeding staan dus ook vele risico's. Uitstel van de EV-transitie bespaart wellicht op korte termijn geld en kan gebruikt worden om kapitaal op te bouwen om de transitie naar EV te financieren. Echter, op de langere termijn wordt het zeker niet makkelijker. Tesla en de Chinese autofabrikanten ontwikkelen namelijk gewoon door, waardoor de achterstand eigenlijk alleen maar groeit. Wellicht is de hoop gevestigd op stevige EU-importtarieven voor Chinese auto's, iets waar in Brussel zeker over wordt gesproken.

Covered bonds: erg aantrekkelijk!

En zeker niet alleen door Duitse probleembanken

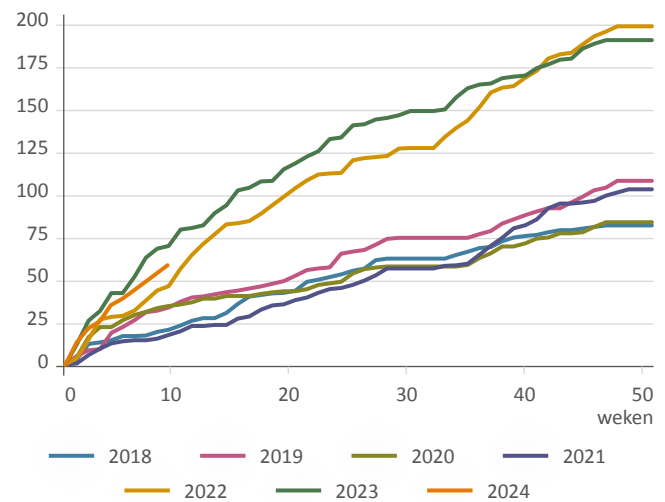
Covereds bonds: onbekend maakt onbemind

De covered bond markt is bij veel beleggers enigszins onbekend. Covered bonds zijn gedekte obligaties met onderpand, veelal hypotheeken. De wortels gaan terug naar 1769, toen de Pruisische koning Frederik de Grote Pfandbrieven introduceerde als een kredietvoorziening voor landeigenaren. Tegenwoordig zitten er allerlei eisen aan de samenstelling van de onderpandpool. Zo mag de gemiddelde 'loan to value' (LTV*) niet te hoog zijn er moet er extra onderpand worden aangehouden (minimum doorgaans 2-5%, in de praktijk vaak hoger). Bovendien kunnen beleggers niet alleen terugvallen op het onderpand, maar ook op de uitgevende instelling waar de lening nog gewoon op de balans staat (in tegenstelling tot asset backed leningen). Daarom zijn gedekte obligaties erg veilig en beschikken zij doorgaans over een hoge rating (gemiddelde ratings AAA/AA+). Dat ze veilig zijn blijkt ook uit de statistieken: geen defaults en uitstel op betalingen is zeldzaam**. Echter, op dit moment zijn er problemen, bij met name Duitse gedekte obligaties. Daarover later meer.

Grote invloed van de ECB

Waarom zijn die covered bonds dan nu zo aantrekkelijk? Eigenlijk heeft dit vooral te maken met vraag en aanbod. De ECB koopt al enige tijd geen gedekte obligaties meer. Tegelijkertijd heeft de ECB het [TLTRO-programma](#) voor banken flink afgebouwd, waardoor banken op zoek moesten naar nieuwe financieringskanalen. Sinds

Figuur 7: Cumulatieve uitgiftes gedekte obligaties



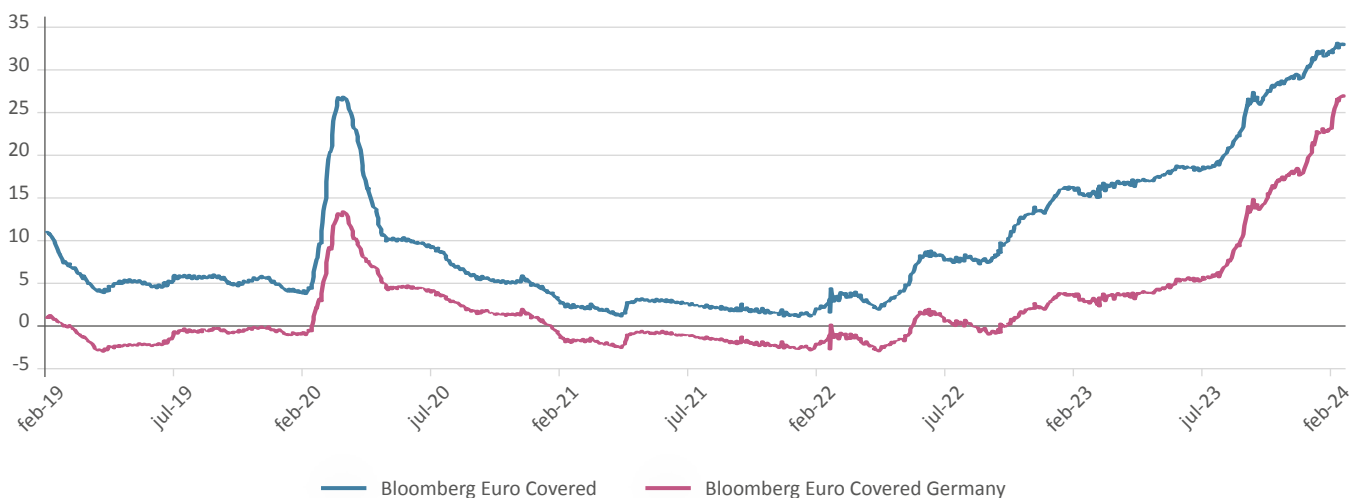
Bron: Bloomberg, Achmea IM

de grote aflossingen van banken van de TLTRO-leningen is het aanbod van covered bonds enorm toegenomen (zie figuur 7).

Relatief hoge spreads maakt covered bonds weer geliefd

Dat heeft flinke druk op spreads gegeven (zie figuur 8). Spreads liggen zelfs veel hoger dan tijdens de coronapijk in 2020.

Figuur 8: Spreads covered vs swaps



Bron: Achmea IM, Bloomberg

* De verhouding tussen de lening en de waarde van het onderpand. Doorgaans maximaal 80% voor residentieel en maximal 60% voor commercieel vastgoed.

** [Covered bonds – safe assets with side effects? | Deutsche Bundesbank](#)

Wij vinden covered bonds op moment aantrekkelijk, zeker in vergelijking met bedrijfsobligaties en houden een overwogen positie aan. In sommige gevallen is het spreadverschil met senior bankobligaties zelfs erg klein. Bijvoorbeeld bij Japanse banken. Dan wordt het erg aantrekkelijk om de senior obligatie te verkopen en de gedekte obligatie te kopen. Dit is alleen mogelijk voor actieve bedrijfsobligatiebeleggers die deze flexibiliteit hebben. Wij zijn niet de enige die covered bonds aantrekkelijk vinden, getuige de fors toegenomen inschrijvingen op nieuwe obligaties. Helaas dalen daarmee ook de premies op de nieuwe uitgiftes. Dat geldt niet voor Duitse gedekte obligaties en al helemaal niet als er ook kantoren in de onderpandpool zijn opgenomen (daarover hiernaast meer).



Hoge rating en aantrekkelijk. Dus blind kopen? Nee!

Dat er minder vraag is naar Duitse pfandbrieven is niet verwonderlijk, want enkele Duitse banken staan op het moment onder grote druk. Spreads op de Duitse gedekte obligaties zijn dan ook de laatste tijd veel harder opgelopen dan de index (zie figuur 8). De problemen zijn geconcentreerd bij Deutsche Pfandbriefbank (PBB) en Aareal Bank en in mindere mate Landesbank Baden-Württemberg en Bayerische Landesbank. PBB en Aareal komen door afboekingen op (Amerikaans) kantorenvastgoed in grote problemen omdat zij forse voorzieningen moeten gaan nemen. Wij vinden Deutsche Pfandbriefbank (PBB) en Aareal Bank verslechterende credits, dus niet investeerbaar. De senior bankobligaties van PBB staan al op de nominatie om de investment grade index te verlaten. Deze zijn door ratingbeoordelaar S&P gedowngraded naar BBB- met negatieve vooruitzichten. Voor de gedekte obligaties ligt dit genuanceerder, omdat deze obligaties (nog) een hogere rating hebben en omdat er uiteraard sprake is van onderpand. Echter, wanneer de senior obligaties gedowngraded worden, zullen de gedekte obligaties waarschijnlijk volgen en zullen vele van de voor de asset class kenmerkende oerconservatieve beleggers uitstappen. Gevolg: de spreads vliegen nog veel verder omhoog. Ondertussen moet de uitgevende bank de onderpandpool aanvullen als er verliezen zijn in de pool. Dit is lastig voor een bank die in de problemen zit, omdat deze doorgaans nog nauwelijks nieuwe leningen afsluit. Kortom: voorlopig nog zeker geen instapmoment voor de gedekte obligaties van deze Duitse probleembanken. Een actieve belegger die zijn huiswerk doet, kan hier dus echt een verschil maken.



Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.Brenninkmeijer@Achmea.nl, +31 6 201 384 74.
Of met Mark Bakker, Business Development Director, Mark.Bakker@Achmea.nl, +31 6 101 851 94.



Achmea IM op youtube

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.



Achmea IM op LinkedIn

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

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.

Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM Euro Corporate Bond Fund voordat u een beleggingsbeslissing neemt. De weergegeven scenario's zijn een schatting van het toekomstige rendement op basis van gegevens uit het verleden, en geven geen exacte indicatie. Uw rendement hangt af van hoe de markt presteert en hoe lang u de belegging/het product aanhoudt.

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. Informatie over de beleggingsinstellingen van Achmea IM kan een publicitaire mededeling bevatten. Raadpleeg het prospectus van de beleggingsinstellingen op achmeainvestmentmanagement.nl voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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 (AFM registratie 15001209) als beheerder van beleggingsinstellingen zoals 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.