

KWARTAALUPDATE

Green Bonds

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Spreads groene obligaties liepen met maar liefst 45 basispunten op
- Centrale Banken klinken hawkish
- Aanbodzijde houdt zich rustig
- Vastgoed en banken vallen negatief op

Vooruitzichten

- Eventuele recessie raakt ons voornamelijk in de portemonnee
- Succes aanpak centrale banken moet blijken
- Vraag-aanbodverhouding ronduit ijsig zonder ECB

Positionering

- Waarderingen zijn op dit moment zeer aantrekkelijk
- Overweging banken

AUTEURS



Viktor Stunnenberg,
Lead Portfolio
Manager Green Bonds



Martijn Hesterman,
Lead Portfolio
Manager Credits



Arthur van Mansvelt,
Engagement specialist
MVB

THEMA

Écht groen gaat verder dan criteria afvinken

Een obligatie is niet zomaar 'groen' te noemen. Om dit predicaat te mogen dragen, moet een obligatie aan verschillende criteria voldoen. Een dubbelinterview met een uitgever én een belegger wijst bovendien uit dat er meer is wat een obligatie écht groen maakt. "Partijen met veel assets kunnen altijd wel iets groens vinden. Maar als je verder weinig tot geen duurzame doelstellingen hebt, dan kun je je afvragen in hoeverre zo'n partij nu echt bezig is met verduurzaming", aldus Viktor Stunnenberg, portfoliomanager van het Achmea IM Green Bond Fund. Frans Baas, corporate treasurer bij Vesteda, is met hem eens. Hoewel de green bond markt nog altijd in schwing is, was het financiële voordeel zeker niet de hoofdreden om een groene financiering uit te geven. "Wij doen dit omdat dit goed bij Vesteda past. Als het ook andere voordelen met zich meebrengt dan is dat mooi meegenomen, maar niet doorslaggevend."

[Lees verder op pagina 4 →](#)



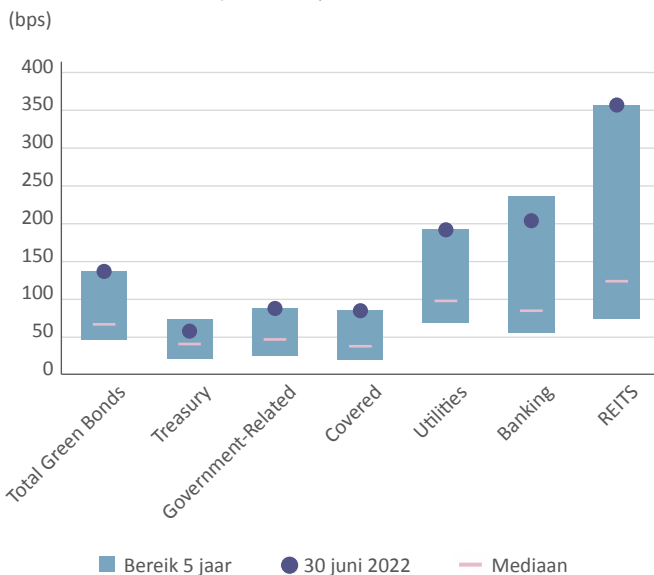
De green bonds van Vesteda worden gebruikt om groene nieuwbouwwoningen en verduurzaming van bestaande woningen te financieren

Marktbeeld

Spreads groene obligaties liepen met maar liefst 45 basispunten op

Na het sterke kwartaaleinde van maart begonnen spreads in april weer op te lopen. Dit kwam deels doordat beleggers winst namen. Ook waren er steeds meer tekenen dat de oorlog tussen Oekraïne en Rusland een langdurige patstelling kan worden met de bijbehorende consequenties voor de torenhoge (energie)inflatie. Bovendien bleek de groei in China steeds meer te vertragen door de strenge lockdowns om de besmettelijke omikronvariant te beteugelen. De lockdowns zullen de problemen in de wereldwijde aanvoerketen van bedrijven wederom vergroten, wat inflatieverhogend is.

Figuur 1: Waardering green bonds (risico-opslagen sectoren), 2017 - Q2 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Centrale Banken klinken hawkish

Centrale banken konden in het huidige hoge inflatieklimaat weinig anders dan hawkish klinken. Begin juni werd de eerste renteverhoging door de ECB bevestigd, evenals het einde van de groei van de opkoopprogramma's per 1 juli. In dezelfde meeting gaf de ECB geen nieuws over het nieuwe instrument waarmee de periferie spread beheerst wordt als het opkopen stopt. Markten hadden duidelijk op meer gerekend. Het sentiment werd nog verder verstoord toen de Amerikaanse inflatiecijfers een dag na de ECB-meeting een stuk hoger uitvielen dan verwacht. Spreads liepen hierdoor nog verder op in anticipatie op een nog hawkisher Fed.

Aanbodzijde houdt zich rustig

Er was nog meer slecht nieuws. De significante reductie van de gasvolumes die door Nordstream 1 pijplijn vanuit Rusland naar Duitsland stromen, leidde tot verdere stijging van de gasprijzen met mogelijk grote problemen voor Europa komende winter. De verhouding tussen vraag en aanbod bleef bovendien een groot probleem in de creditmarkten: de ECB trekt zich terug vanaf 1 juli, terwijl er geen andere grote koper opstaat. Creditfondsen bleven eveneens outflows noteren. Door de zwakke markt gebeurde er aan de aanbodzijde relatief weinig: bedrijven wachtten liever op stabiele marktomstandigheden voor het plaatsen van obligaties.

Vastgoed en banken vallen negatief op

Qua sectoren viel de vastgoedsector in negatieve zin op: door de stijgende rente viel deze sector volledig uit de gratie bij beleggers. Banken deden het ook relatief slecht doordat zij door hun meer liquide karakter eerder verkocht worden dan de minder liquide niet-financiële sectoren. De veilige segmenten semi-staat en gedekte obligaties deden het relatief goed, aangezien ze minder last hebben van het recessiegevaar en bovendien al in het eerste kwartaal hard waren uitgelopen.



Oplopende spreads in alle sectoren waaronder energie-infrastructuur

Nieuwe ING green bond voor groene energie en vastgoed

In mei heeft de Nederlandse bank ING een nieuwe green bond uitgegeven ter waarde van anderhalf miljard euro. De opbrengsten van de bond worden gebruikt voor twee doelen, namelijk: het financieren van hernieuwbare energie (zon- en windenergie) en het verduurzamen van bestaande en nog te bouwen gebouwen. Op gebied van zon- en windenergie bouwt ING aan een wereldwijd portfolio van projecten. En de investeringen in vastgoed gaan deels naar woningen in Nederland en Duitsland en naar commercieel vastgoed in Nederland.

Alle beoogde investeringen vallen onder de duurzame activiteiten gericht op het voorkomen van klimaatverandering, conform de EU Taxonomie.

Deze nieuwe green bond van ING is uitgebracht onder het recent verbeterde green bond raamwerk van de bank. In het raamwerk is de wijze van rapporteren verder uitgewerkt. Ook is het raamwerk, voor zover mogelijk, in lijn gebracht met de criteria van de EU taxonomie. ING rapporteert duidelijk over de impact van de bond, onder andere uitgedrukt in vermeden CO₂-emissies. Ook over het aantal projecten en de landen waar de investeringen plaatsvinden, rapporteert ING. ISS heeft het raamwerk voorzien van een 'second party opinion' en stelt vast dat het raamwerk voldoet aan de ICMA green bond Principles uit 2021. Conclusie van onze analyse is dat de bond voldoet aan de criteria van het beoordelingsraamwerk van Achmea IM.

Vooruitzichten

Eventuele recessie raakt ons voornamelijk in de portemonnee

Een recessie lijkt onafwendbaar maar een 2009- scenario ligt niet in de lijn der verwachting. De werkloosheid in de eurozone was immers niet eerder zo laag. Dit wordt met name gedreven door de vergrijzing. Voor veel werkgevers is het zo lastig aan personeel te komen, dat wij verwachten dat zij zullen proberen hun personeel te behouden.

Daarnaast is het financiële systeem op dit moment robuust; banken houden voldoende kapitaalbuffers aan om verliezen op te vangen. Ook huishoudens hebben geen torenhoge schulden. Hoewel bedrijven wel relatief veel schuld hebben, betalen ze daar voorlopig nog lage rentes over. Deze eventuele recessie zal dan ook met name gevoeld worden in de portemonnee, oftewel een lagere koopkracht door de hoge inflatie. De torenhoge inflatie wordt met name gedreven door de ongekend hoge energieprijzen.

Succes aanpak centrale banken moet blijken

Toch zijn er ook nog altijd downside risico's. Zo is er ten eerste het risico dat Europa onvoldoende adequaat kan reageren op het dichtdraaien van de Russische gastoevoer. Daarnaast is het niet uitgesloten dat inflatie nóg hardnekkiger blijkt dan gedacht.

Tegelijk zijn er echter ook al voorzichtige tekenen die erop duiden dat de aanpak van de centrale banken om de groeivertraging af te dwingen, met als doel de hoge inflatie te beteugelen, succes heeft. Inkoopmanagersindices dalen en lijken de elementen die binnen deze indices wijzen op toekomstige prijsdruk en arbeidsmarkt-

krachte al enige verlichting te tonen. Als de groeivertraging al daadwerkelijk ingezet is, betekent dit dat centrale banken de rente minder hoeven te verhogen dan op dit moment gedacht wordt. Maar als de inflatiestorm niet gaat liggen, zullen de centrale banken niet rusten totdat er tekenen zijn van een groeivertraging die resulteert in een lagere inflatie.

Vraag-aanbodverhouding ronduit ijsig zonder ECB

Nu de ECB is weggevallen als grote netto koper moet er een nieuwe grote koper opstaan. De markt heeft zich al deels aangepast aan de nieuwe werkelijkheid: er komen veel minder nieuwe obligaties naar de markt. Maar er is meer nodig om spreads te laten dalen. Hoewel de huidige hoge spreads de assetclass wel steeds aantrekkelijker maken, is het voor veel beleggers belangrijk dat de onderliggende staatsrentes stabiliseren.

Positionering

Waarderingen zijn op dit moment zeer aantrekkelijk. Zodra wij overtuigend bewijs zien van de groeivertraging, waardoor de centrale banken niet meer verrassen met nog meer renteverhogingen, is dat een goede basis voor een overwogen top-downpositie. Qua sectoren houden we vast aan een overwogen positie in banken die nog steeds aantrekkelijk gewaardeerd zijn en fundamenteel kunnen profiteren van een hogere renteomgeving.

Écht groen gaat verder dan criteria afvinken

Om het predicaat ‘groen’ te mogen dragen, moet een obligatie aan verschillende criteria voldoen. De Green Bond Principles zijn dan ook bekend terrein voor duurzame beleggers. Maar er is meer wat een obligatie écht groen maakt. “Partijen met veel assets kunnen altijd wel iets groens vinden. Maar als je verder weinig tot geen duurzame doelstellingen hebt, dan kun je je afvragen in hoeverre zo’n partij nu echt bezig is met verduurzaming”, aldus Viktor Stunnenberg, portfoliomanager van het Achmea IM Green Bond Fund.

Hij krijgt bijval van Frans Baas, corporate treasurer bij Vesteda. “Een groene financiering uitgeven doe je niet zomaar, dat kost best wat extra inspanning. Denk aan aanvullende eisen in termen van rapportages, maar je hebt bijvoorbeeld ook met extra kosten te maken.” Hoewel de green bond markt nog altijd in schwing is en beide groene obligaties van Vesteda ruimschoots werden overtekend, is het financiële voordeel van een groene financiering niet de hoofdmoot voor de Nederlandse woningbelegger. “Wij doen dit omdat dit goed bij Vesteda past. Als het ook andere voordelen met zich meebrengt dan is dat mooi meegenomen, maar niet doorslaggevend.”

In 2019 bracht Vesteda haar eerste groene obligatie naar de markt. Een mijlpaal volgens Frans, die verantwoordelijk is voor financieringen, betalingsverkeer, cashflow forecasting en liquiditeitsplanning bij Vesteda. “De enthousiaste ontvangst van onze eerste green bond zien we als een beloning voor de

Over Vesteda:

Vesteda is een woningbelegger en -verhuurder die zich richt op duurzame en betaalbare woningen in het middensegment. Vesteda belegt gelden van institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars. De verhuurportefeuille omvat circa 28.000 woningen met een totale waarde van bijna 10 miljard euro. De woningen van Vesteda liggen vooral in economisch sterke gebieden en grootstedelijke regio’s in Nederland.

duurzame inspanningen van de afgelopen jaren.” De treasurer vertelt dat er in 2018 een obligatie werd uitgegeven voor een overnamefinanciering, die wegens tijdsgebrek toendertijd niet als groene obligatie kon worden uitgegeven. “We kregen toen al veel vragen van beleggers waarom we geen green bond uitgaven.”

Goede voorbereiding is key

In 2019 was er meer tijd om de uitgifte van een green bond goed voor te bereiden. “Goede voorbereiding is ook echt nodig, want je begint met het opstellen van een framework waarin je specificeert waar de opbrengsten van de obligatie voor worden gebruikt. Deze wordt vervolgens door een externe partij beoordeeld. Het framework moet echt goed passen bij je strategie, daar wordt ook specifiek naar gekeken. Het scheelde in ons geval dat we een aantal jaren geleden al onze duurzame strategie hadden geïntroduceerd en geïmplementeerd. Hiermee konden we aantonen dat het uitgeven van een green bond ook echt past bij de strategie van Vesteda.”

Ook in andere opzichten was het proces intensief en boeiend voor Frans. “Je hebt meer input van de rest van de organisatie nodig dan bij de uitgifte van een traditionele financiering. Ik raakte veel meer in gesprek over de operationele aspecten van de verduurzaming van woningen. Waar treasury en financiering normaliter wat verder van de rest van de organisatie af staan, zie je dat bij een uitgifte van een green bond alles meer wordt geïntegreerd. Er is veel meer interactie en verwevenheid met de operationele kant van de organisatie, omdat je immers geen dingen wilt beloven die je niet waar kunt maken.”



Frans Baas, corporate treasurer Vesteda

‘Zonder ratings zou de markt voor green bonds niet bestaan’

De beoordeling van een externe partij waar Frans over vertelt is cruciaal voor zowel uitgevers als beleggers. Achmea IM-portfolio manager Viktor Stunnenberg legt uit: “Die rating is zeker belangrijk. Deze is in de eerste plaats nodig om een obligatie als groene obligatie te laten kwalificeren en daarmee helpt het natuurlijk enorm bij de onderlinge vergelijkbaarheid. Kortgezegd zou de markt zonder deze ratings niet kunnen bestaan.”

Frans haakt hierop in: “Het is wat mij betreft ook wel een aandachtspunt voor investeerders om hoe dan ook een eigen afweging te blijven maken. Staar je niet blind op de rating of opinie van een Second Party Opinion provider. Ik denk echt dat er grote verschillen bestaan tussen de verschillende uitgevers van green bonds, die je met een rating niet zichtbaar maakt.

Het Green Finance Framework van Vesteda voldoet aan de Green Bond Principles, heeft een Second Party Opinion van Sustainalytics en is gecertificeerd door het Climate Bonds Initiative. “In ons framework leggen we uit waar we het opgehaalde kapitaal voor willen gebruiken. In ons geval is dit de financiering van groene nieuwbouwwoningen en verduurzaming van bestaande woningen. Daarnaast voorziet ons framework in de mogelijkheid om andere groene financieringsvormen uit te geven.”



Eén van de duurzame complexen uit de portefeuille van Vesteda

‘Enthousiaste ontvangst verraste ons’

Onder het Vesteda Green Finance Framework zijn inmiddels twee green bonds uitgegeven. “Bij de eerste green bond in 2019 werden we verrast door het enthousiasme. We wilden 500 miljoen euro ophalen en er was voldoende vraag in de markt voor meer dan 3 miljard euro. Ook onze tweede groene obligatie die we in oktober 2021 hebben uitgegeven, kon op veel enthousiasme rekenen”, vertelt Frans.

Het enthousiasme van investeerders vertaalt zich nog altijd in het zogenoemde Greenium: het verschil tussen de premie die uitgevers krijgen voor een groene obligatie ten opzichte van een niet-groene obligatie. Voor beleggers betekent dit automatisch dat zij een lager rendement krijgen dan bij normale obligaties, maar dat nemen ze voor lief.

Viktor ziet het ook: “Het Greenium is zeker aanwezig. Des te meer als er een green bond naar de markt gebracht wordt in een sector waarin dit nog niet gangbaar is. Dit wordt doorgaans met open armen ontvangen. De markt bestaat nu voor het grootste deel uit nutsbedrijven en energie. Puur beleggingstechnisch is het jammer dat er aan de consumentenkant weinig bedrijven zijn die met green bonds naar de markt kunnen komen. De enige voor de hand liggende partijen zijn op dit moment eigenlijk de autofabrikanten.”

Beoordeling raamwerk kan nóg geavanceerder

Hoewel portfolio managers een flinke taak hebben aan het spreiden van portefeuilles, valt er momenteel voldoende te kiezen. “De markt is zodanig dat je goed een portefeuille kunt managen”, legt Viktor uit. Hij vertelt ook dat het beleggingsproces verder eigenlijk gelijk is aan dat van niet-groene obligaties. “Op het gebied van bijvoorbeeld bedrijfsanalyse doen we hetzelfde als bij andere obligaties. Het verschil zit in de beoordeling van het raamwerk met een schaal van ‘Onvoldoende’ tot ‘Best Practice’.” Toch zou Viktor dat in de toekomst graag geavanceerder zien. “Ik wil ook vaststellen hoe duurzaam de organisatie en de projecten zijn die gefinancierd worden met de obligatie.”

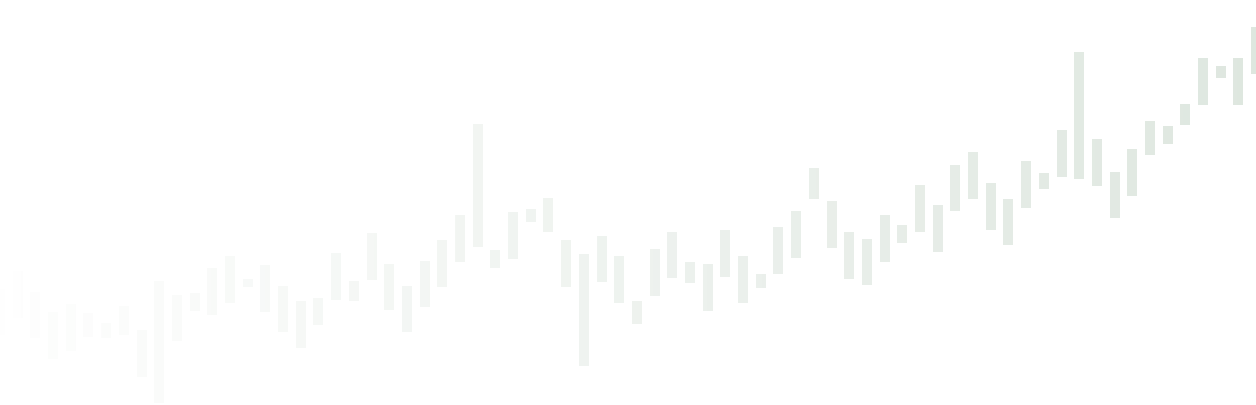
De basis hiervoor vormt de EU-taxonomie, maar dit is nog niet 1-2-3 geregeld, vervolgt Viktor. “Onze selectiecriteria laten meebewegen met de ontwikkeling van de EU-taxonomie is erg lastig. Voor wat betreft onze beoordeling van een framework geldt dat dit momenteel nog heel zwart-wit gebeurt. We keuren een framework goed of niet. En als het wordt goedgekeurd, dan komt de green bond in het universum en ga ik de verdere beoordeling doen op risico-/rendementsdoelstellingen.” De portfolio manager zou idealiter ook verschillende gradaties in duurzaamheid willen onderscheiden en dat meenemen in het beoordelingsmodel. “Dat willen we ontwikkelen, maar dat is erg complex, waarbij data echt een bottleneck is.”

Kritische houding kan EU-taxonomie beter maken

Ook bij Vesteda houden de vorderingen op het gebied van de EU-taxonomie de gemoederen flink bezig. “Het helpt ons om onze strategie nog verder aan te scherpen, want het gaat om uitdagende criteria. Zo schrijft de taxonomie ons nu voor dat gebouwen vanaf 2021 moeten voldoen aan NZEB - 10% (red. Nearly Zero Energy Building) en dat is een redelijk uitdagend doel.”

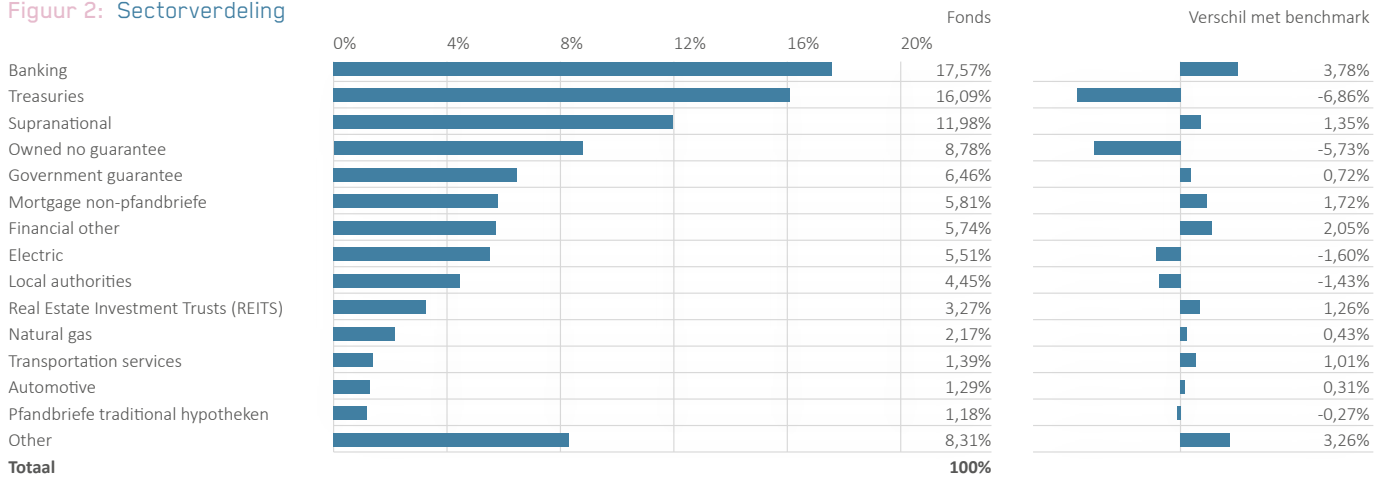
Frans geeft aan er vooral moeite mee te hebben dat er wordt gesteld dat alle woningen vanaf 2021 hieraan moeten voldoen, terwijl de taxonomie nog niet zo lang geleden geformaliseerd is. “Voor alle woningen die nu worden gebouwd, is bovendien een tijd geleden al een vergunning afgegeven. Een deel van de woningen die nu op de markt komen zijn dus echt wel heel duurzaam, maar voldoen niet aan de norm. Het is wrang dat we een deel van deze duurzame gebouwen niet mee kunnen nemen in onze EU-taxonomy alignment.”

Het is ook meteen een afsluitend advies voor andere uitgevers: “Houd het uitdagend qua doelstellingen, maar accepteer ook dat je soms bewust kunt afwijken van de EU-taxonomenorm mits je goed kunt motiveren waarom je dat doet. We zouden er bijvoorbeeld voor kunnen kiezen om volledig in lijn te zijn met de taxonomie en dus alleen bestaande woningen van vóór 2021 te betrekken in onze strategie. We zouden dan heel veel green bonds kunnen uitgeven. Wij kiezen er echter bewust voor andere categorieën die wellicht niet helemaal voldoen aan de EU-taxonomie ook te betrekken, omdat deze evengoed belangrijk zijn. Bestaande gebouwen zijn verantwoordelijk voor 30 tot 40% van de uitstoot in de wereld, daar ligt een enorme uitdaging om deze gebouwen te verduurzamen. Het is zo belangrijk dat de EU-taxonomie daar ook de juiste prikkel voor geeft.”

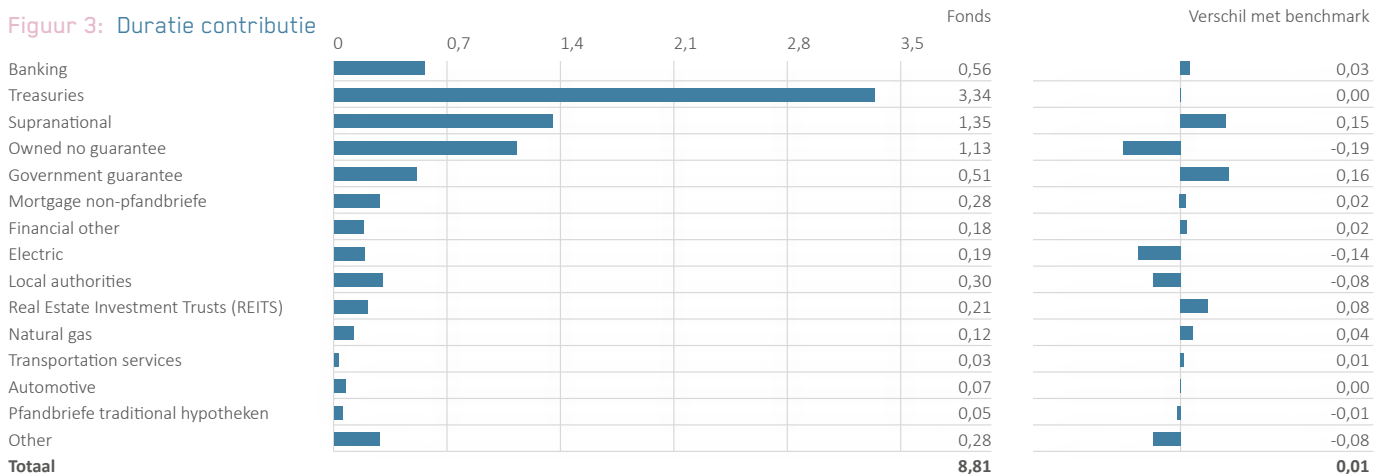


De Achmea IM Green Bond Strategie

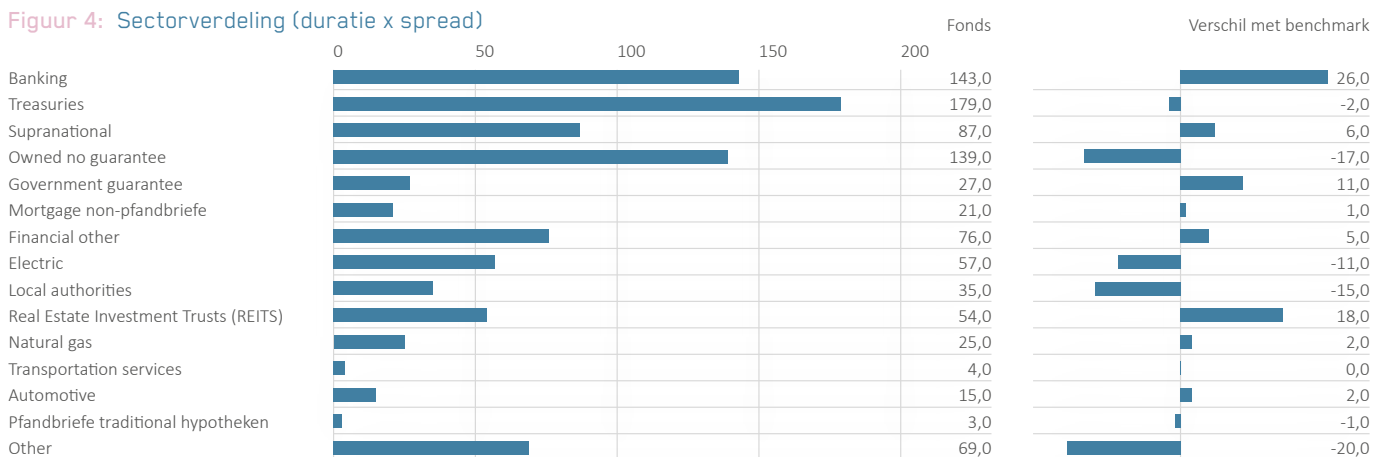
Figuur 2: Sectorverdeling



Figuur 3: Duratie contributie



Figuur 4: Sectorverdeling (duratie x spread)



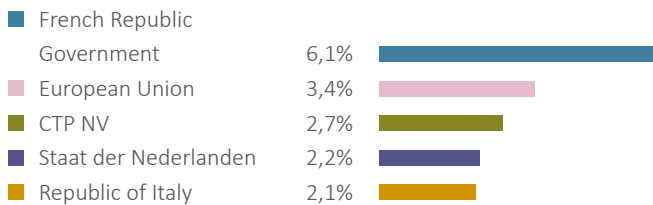
Bron: Achmea IM, Bloomberg

Figuur 5: Performance

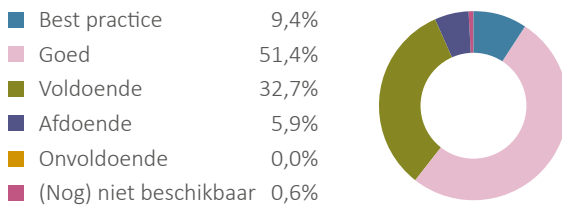
Performance	Fonds	Benchmark	Vershil
3 maanden	-9,44%	-9,57%	0,13%
Dit jaar	-15,61%	-16,00%	0,39%
3 jaar	-4,66%	-5,16%	0,50%
Sinds aanvang (1-11-2018)	1,91%	-2,37%	0,46%

Gegevens over periodes langer dan een jaar zijn geannualiseerd.
Fondsrendementen zijn voor aftrek van lopende kosten.
Gegevens per 30 juni 2022.

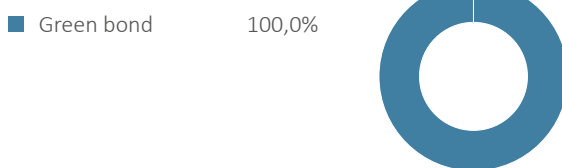
Figuur 6: Grootste emittenten in portefeuille (in omvang)



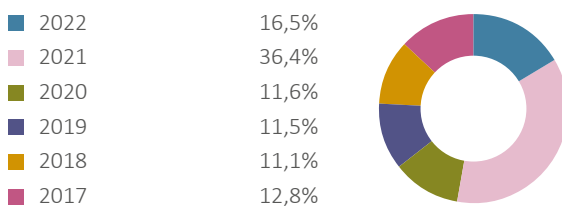
Figuur 7: Beoordeling Green Bonds



Figuur 8: Exposure per type bond



Figuur 9: Jaar van uitgifte



Bron: Achmea IM

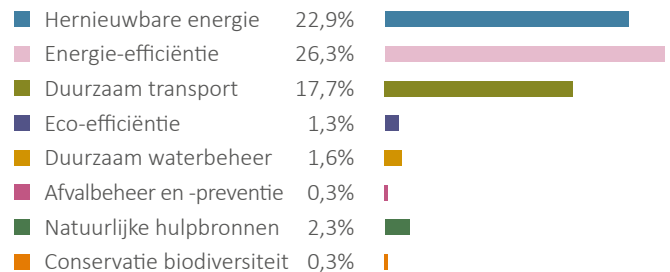
Beoordeling Green Bonds o.b.v. Achmea IM raamwerk

Achmea IM gebruikt haar eigen raamwerk om te beoordelen of green bonds wel voldoende groen zijn. Dit raamwerk is gebaseerd op de uitgangspunten van de Green Bond Principles (GBP) en de taxonomie van het Climate Bonds Initiative (CBI). Ook toetst Achmea IM of de activiteiten voldoen aan de definitie van 'duurzame beleggingen' volgens de SFDR¹ en de criteria voor duurzame economische activiteiten zoals gedefinieerd in de EU taxonomie². Het oordeel geeft inzicht in de mate van vertrouwen dat de opbrengsten van de green bonds daadwerkelijk worden gebruikt voor groene projecten. Alleen green bonds die voldoen aan het Achmea IM raamwerk worden als green bonds toegelaten tot het beleggingsuniversum.

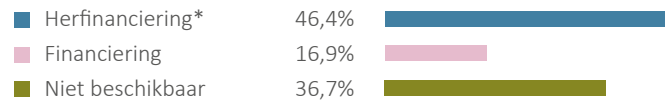
¹ SFDR (EU) 2019/2088

² EU taxonomie (EU) 2020/852

Figuur 10: Gebruik van opbrengsten

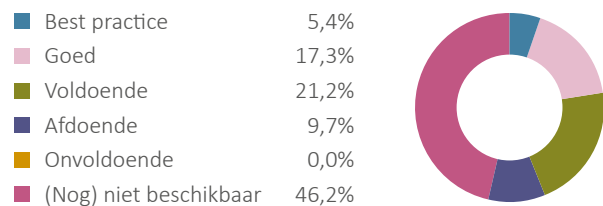


Figuur 11: Additionaliteit



* Herfinanciering betreft het opnieuw financieren van bestaande projecten.
Financiering betreft het financieren van nieuwe projecten.

Figuur 12: Beoordeling impactrapportage



Vanwege databeperkingen is het volledig kwantitatief beoordelen van de voorspelde en/of gerealiseerde impact nog niet mogelijk³. Achmea IM maakt daarom inzichtelijk hoeveel euro er naar specifieke categorieën is gealloceerd (hernieuwbare energie, energie-efficiëntie, et cetera) en geeft een gefundeerd kwalitatief oordeel over de impact van de green bond. Achmea IM blijft hierbij kritisch ten aanzien van aannames en gehanteerde basisscenario's voor het berekenen van het aantal ton vermeden CO₂.

³ Omdat er relatief veel green bonds uit eind 2021 en 2022 in het fonds zitten, is het percentage waar (nog) geen impact report beschikbaar is op dit moment nog relatief hoog.



Voor meer informatie:



[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.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement 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

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

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.