

Alternatieve Risicopremies

Whitepaper

Januari 2018



Achmea Investment Management



Diversificatie naar een hoger plan

Alternatieve beleggingscategorieën en -stijlen staan volop in de belangstelling. Dit komt door de lage verwachte rendementen voor de meeste reguliere beleggingscategorieën en de zoektocht naar diversificatie. Eén van deze alternatieven betreft de zogenaamde ‘alternatieve risicopremies’. Alternatieve risicopremies, waarbij de marktbèta van de onderliggende beleggingscategorie wordt verwijderd, lenen zich uitstekend voor het toevoegen van diversificatie aan de strategische beleggingsportefeuille. Vooral een allocatie naar een mandje van alternatieve risicopremies die onttrokken worden uit meerdere beleggingscategorieën is laag gecorreleerd met traditionele beleggingen en heeft aantrekkelijke risico/rendementskenmerken. Een dergelijke portefeuille is één van de weinige manieren om een beleggingsportefeuille echt te spreiden. We zien alternatieve risicopremies dan ook als een waardevolle aanvulling op de traditionele beleggingsallocatie van institutionele beleggers.

In deze *white paper* gaan we dieper in op alternatieve risicopremies. Wat zijn alternatieve risicopremies en wat zijn de voor- en nadelen? En waarin verschillen ze van de traditionele risicopremies? En wat is het kenmerkende onderscheid met factorbeleggen in de *long only* portefeuilles?

Belangrijkste punten

- Breed palet aan systematische strategieën
Alternatieve risicopremies zijn een verzamelnaam voor verschillende systematische strategieën waarbij geen blootstelling wordt verkregen naar de traditionele risicofactoren. De bekendste alternatieve risicopremies zijn Waarde, Momentum en Carry;
- Logische vervolgstap
Alternatieve risicopremies borduren voort op bestaande long only beleggingen. Via het toevoegen van een short-positie wordt de alternatieve risicopremie losgekoppeld van de bèta van de beleggingscategorie;
- Bron van diversificatie
Het toevoegen van alternatieve risicopremies biedt grote diversificatievoordelen en verbetert het risico-/rendementsprofiel van de totale portefeuille;
- Complexiteit is een uitdaging
De grootste uitdaging bij beleggen in alternatieve risicopremies is de complexiteit en een kostenefficiënte implementatie.



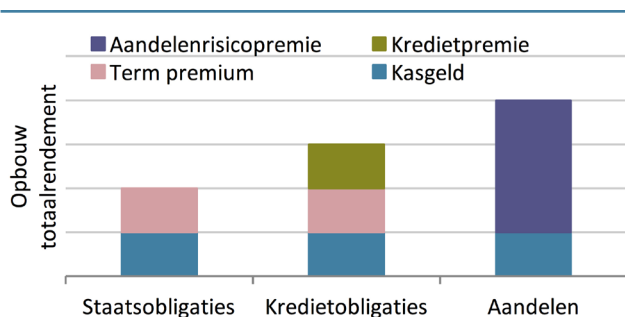
1 Wat zijn alternatieve risicopremies?

1.1 Traditionele risicopremies domineren huidige beleggingsportefeuilles

Aandelen en obligaties domineren de beleggingsportefeuilles van de meeste institutionele beleggers. Dit betekent dat er vooral blootstelling is naar de zogenaamde traditionele risicopremies. Een risicopremie is een vergoeding voor een specifiek identificeerbaar beleggingsrisico, zoals bijvoorbeeld aandelenrisico. Aandelenbeleggers ontvangen extra rendement bovenop de risicovrije rente als compensatie voor de specifieke risico's waarmee aandelenbeleggingen gepaard gaan. Naast de aandelenrisicopremie domineren nog twee andere risicopremies die traditionele beleggingsportefeuilles. Dit zijn de obligatierisicopremie (*term premium*), de vergoeding voor het lopen van duratierisico bij het beleggen in obligaties met een lange looptijd, en de kredietrisicopremie, de vergoeding voor de blootstelling aan faillissementsrisico (zie figuur 1). De traditionele risicopremies worden sterk gedreven door macro-economische ontwikkelingen. Veranderingen in economische groei en inflatie zijn belangrijke factoren achter de fluctuaties in de risicopremies van de traditionele beleggingscategorieën.

FIGUUR 1 SCHEMATISCH OVERZICHT TRADITIONELE RISICOPREMIES

Bron: Achmea IM



1.2 Alternatieve risicopremies wijken af van traditionele risicopremies

Alternatieve risicopremies wijken, zoals de naam al aangeeft, af van de traditionele risicopremies. Alternatieve risicopremies bieden namelijk een vergoeding voor andere risico's dan dat de traditionele risicopremies doen. Dit betekent dat er geen stelselmatige blootstelling is aan bijvoorbeeld aandelenbèta of renterisico. Ondanks de grote verschillen tussen de verscheidene alternatieve risicopremies hebben ze een aantal gemeenschappelijke kenmerken. Ze zijn academisch onderbouwd, reproduceerbaar, persistent en ze worden op een systematische manier (*rules based*) verzilverd. Een ander kenmerk is dat ze in meerdere beleggingscategorieën (*multi asset*) voorkomen. Naast de term 'alternatieve risicopremies' komen deze risicopremies in de praktijk ook onder andere benamingen voor, zoals: 'factoren' (*factor investing*), 'stijlen' (*style investing*), 'alternatieve bèta' of 'niet-traditioneel'.

1.3 Waarde, Momentum en Carry zijn de bekendste risicopremies

De bekendste alternatieve risicopremies zijn Waarde (*Value*), Momentum en Carry. Een uitgebreide lijst met academische onderbouwing biedt de theoretische legitimiteit voor deze alternatieve risicopremies. Sommige onderzoeken gaan decennia terug. Waarde-beleggen bijvoorbeeld wordt toegeschreven aan Graham en Dodd die in de jaren dertig van de vorige eeuw dit concept beschreven in hun boek *Security Analysis*¹. De Waarde-premie houdt in dat het rendement op goedkope beleggingen hoger is dan op dure beleggingen. De Momentum-premie speelt in op prijstrends op de financiële markten. Beleggingen waarop in het recente verleden een hoog rendement is behaald, hebben de neiging dit in de toekomst door te zetten. Hetzelfde geldt voor beleggingen met een laag rendement. De Carry-premie houdt in dat beleggingen met een hoger effectief rendement (*yield*) het beter doen dan beleggingen met een lager effectief rendement. Het verschil in effectief rendement wordt de Carry genoemd. Naast deze drie bekende risicopremies, zijn er nog veel meer alternatieve risicopremies. Dit zijn onder andere Volatiliteit, Kwaliteit, Omvang en Liquiditeit².

1.4 Premies zijn vergoedingen voor risico, gedrag of marktstructuur

De bestaansreden van de alternatieve risicopremies verschilt van die van de traditionele risicopremies. De traditionele risicopremies zijn een vergoeding voor een specifiek, relatief eenduidig risico, zoals bijvoorbeeld de kans op een verlies op een krediet. Voor de alternatieve risicopremies verschillen de redenen. Ten eerste kan het ook hier een vergoeding zijn voor een bepaald economisch risico. De verklaring voor het bestaan van de Waarde-premie bij aandelen is onder andere het hogere macrorisico van deze aandelen. Ten tweede kan de alternatieve risicopremie een gevolg zijn van blootstelling naar een bepaalde gedragsfactor (*investor behaviour*). Deze verklaring is bijvoorbeeld van toepassing op Momentum. Kuddegedrag en overreactie van beleggers zijn verklaringen voor het bestaan van deze premie. Dit is dus niet zo zeer een vergoeding voor een risico, maar een premie als gevolg van een gedragsanomalie bij marktpartijen. Ten derde kan de alternatieve risicopremie compensatie zijn voor het verschaffen van liquiditeit in het geval van een onbalans tussen vraag en aanbod. De alternatieve risicopremies zijn door hun diversiteit aan onderliggende oorzaken over het algemeen laag gecorreleerd onderling. De correlatie tussen Waarde en Momentum is zelfs negatief (zie tabel 1)³. Dit verhoogt de stabiliteit van een portefeuille met meerdere soorten alternatieve risicopremies (*multi factor*).

1 Graham en Dodd, *Security Analysis*, 1934

2 Er bestaat geen uniforme indeling voor alternatieve risicopremies. In deze *white paper* richten we ons op de bekendste alternatieve risicopremies om het concept toe te lichten.

3 Deze negatieve correlatie komt ook terug in andere onderzoeken en wordt vaker nog lager geschat. Asness et al. (2013) schat de correlatie tussen Waarde en Momentum op -0,6 op basis van historische data. Zie: Asness et al., *Value and Momentum Everywhere*, 2013

2 Alternatieve risicopremies: de volgende stap

2.1 Alternatieve risicopremies borduren voort op bestaande long only beleggingen

Alternatieve risicopremies zijn niet nieuw. Sterker nog, veel institutionele partijen hebben al beperkte blootstelling via hun huidige actief beheerde traditionele beleggingsportefeuilles. Binnen de beleggingscategorie aandelen is dit het meest zichtbaar en wordt het meestal 'factorbeleggen' genoemd. In de Achmea IM aandelenfactorportefeuilles wordt bijvoorbeeld belegd in de factoren Waarde (*value*), Omvang (*size*), Momentum, Kwaliteit (*Quality*) en Lage Volatiliteit (*Low Volatility*)⁴. Deze factoren zijn voorbeelden van alternatieve risicopremies en bieden een vergoeding bovenop de aandelenrisicopremie. De logische vervolgstap is het scheiden van deze risicopremies. Want wanneer de beleggingscategorie aandelen via factor-beleggen wordt ingevuld, blijft de aandelen bèta dominant. De factoraandelenportefeuille beweegt immers mee met de bewegingen van de brede aandelenmarkt. Door het isoleren van de alternatieve risicopremies, via het verwijderen van de aandelen-bèta, ontstaat een 'nieuwe' beleggingscategorie met eigen risico-/rendementskarakteristieken en grote diversificatievoordelen (zie box 1).

2.2 Alternatieve risicopremies komen voor in meerdere beleggingscategorieën

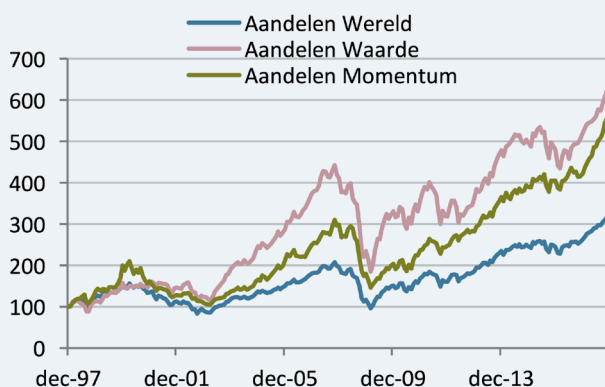
De alternatieve risicopremies bij aandelenbeleggingen zijn het bekendste. Maar ook in andere beleggingscategorieën zijn alternatieve risicopremies aanwezig. De specifieke benamingen kunnen verschillen, maar het onderliggende principe blijft hetzelfde. Soms is de alternatieve risicopremie vergelijkbaar met die binnen aandelen. Dit geldt bijvoorbeeld voor de factor Momentum. Deze factor is ook aanwezig in de obligatiemarkt en valutamarkt. Sommige andere alternatieve risicopremies zijn specifiek op een bepaalde beleggingscategorie van toepassing. De Carry-premie, waar een long-positie wordt ingenomen in een hoogrentende belegging en een short-positie in een laagrentende belegging, is vooral van toepassing op de beleggingscategorieën valuta en vastrentende waarden. Ook binnen grondstoffen is factorbeleggen gemeengoed. De precieze definitie wat een alternatieve risicopremie is, is niet vastomlijnd. Wel worden ze allemaal via vooraf vastgestelde regels op een systematische manier verzilverd.

Box 1: Splitsing van risicopremies

In figuur 2 staat het rendementsverloop van drie aandelenreeksen weergegeven. De blauwe lijn is de reguliere wereldwijde aandelen-index (MSCI wereld) en de andere lijnen zijn long only factorindices (Waarde en Momentum). Dit zijn dus aandelenreeksen die bestaan uit aandelen met de betreffende factorkenmerken. De drie indices bewegen over het algemeen in dezelfde richting. De correlatie tussen deze reeksen over deze periode is hoog. De correlatie tussen de aandelenwereldindex en de Waarde-index bedraagt over deze periode 0,94. Die tussen de wereldindex en de Momentum-index is wat lager (0,86), maar nog steeds hoog. De markt bèta is dus dominant.

FIGUUR 2 SCHEMATISCH OVERZICHT

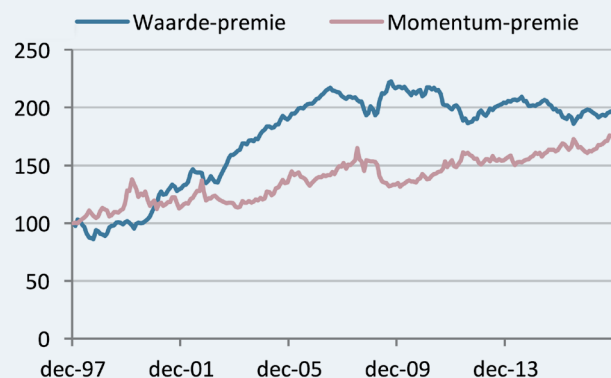
Bron: MSCI, Achmea IM



Gehanteerde indices zijn MSCI-reeksen. Dit zijn de MSCI World, MSCI Enhanced Value en MSCI Momentum.

FIGUUR 3 RISICOPREMIES WAARDE EN MOMENTUM

Bron: MSCI, Achmea IM



4 Voor meer informatie over factorbeleggen binnen aandelen, zie: Syntus Achmea, *Factorbeleggen, Visie op een nieuwe stijl van rendement- en risicobeheersing voor aandelen*, 2014

Vervolg Box 1: Splitsing van risicopremies

Bij *long only* factorbeleggen ontstaat een gemengde blootstelling naar zowel de traditionele risicopremie (de aandelen-risicopremie) als naar de alternatieve risicopremies (Waarde en Momentum in dit voorbeeld). Bij beleggen in de ‘zuivere’ alternatieve risicopremies wordt de aandelenbèta eruit gehaald door een compenserende short-positie aan te gaan. Wanneer de blootstelling naar de aandelenbèta is opgeheven, blijft de ‘zuivere’ alternatieve risicopremie over. Het verloop van de Waarde- en Momentumpremie staat in figuur 3.

Deze reeksen staan ‘los’ van de beweging op de aandelenmarkt waardoor de correlatie met de reguliere aandelenindex een stuk lager of zelfs negatief is. In tabel 1 staan de correlaties tussen de verschillende reeksen. De correlatie van de Waarde- en Momentumpremie met de brede aandelenmarkt bedraagt respectievelijk 0,23 en -0,20. Dit is een stuk lager dan de correlatie van de *long only* factorindices met de reguliere aandelenmarkt. Op deze manier wordt dus slimmer en sterker geprofiteerd van de diversificatievoordelen die deze alternatieve risicopremies bieden.

TABEL 1 CORRELATIETABEL (1998-2017, MAANDDATA)

Bron: MSCI, Bloomberg, Achmea IM

	Aandelen Wereld	Aandelen Waarde	Aandelen Momentum	Waarde- premie	Momentum- premie
Aandelen Wereld	1				
Aandelen Waarde	0,94	1			
Aandelen Momentum	0,86	0,79	1		
Waarde-premie	0,23	0,56	0,15	1	
Momentum-premie	-0,20	-0,22	0,33	-0,14	1

Naast de lagere correlatie met de reguliere aandelenmarkt, hebben de alternatieve risicopremies andere risico-/rendementskenmerken. In tabel 2 staan de historische rendementen en risico's weergegeven. Het totaalrendement op de alternatieve risicopremies Waarde en Momentum is lager dan voor de aandelenmarktreeksen, maar dit ging dan ook gepaard met een veel lager risico. De standaarddeviatie van de alternatieve risicopremies is laag en het maximale piek-dal-verlies beperkter. Door de alternatieve risicopremies los te koppelen van de aandelenmarkt ontstaat een beleggingscategorie met eigen onderscheidende karakteristieken. Hierin schuilt het grote diversificatievoordeel.

TABEL 2 HISTORISCHE RISICO-/RENDEMENTSKENMERKEN (1998-2017, MAANDDATA)

Bron: MSCI, Bloomberg, Achmea IM

	Aandelen Wereld	Aandelen Waarde	Aandelen Momentum	Waarde- premie	Momentum- premie
Totaalrendement per jaar	6,0%	9,6%	9,0%	3,7%	3,0%
Standaarddeviatie	15,2%	17,9%	15,8%	6,5%	8,2%
Maximaal piek-dal-verlies	-54,0%	-58,2%	-52,8%	-16,4%	-20,3%

3 Waarom beleggen in alternatieve risicopremies?

3.1 Diversificatie en een positief verwacht rendement zijn de grootste voordelen

Het grootste voordeel van beleggen in alternatieve risicopremies is de diversificatiewinst. Een portefeuille van diverse soorten alternatieve risicopremies onttrokken uit meerdere beleggingscategorieën is laag gecorreleerd met de traditionele risicopremies. Diverse partijen schatten de correlatie tussen alternatieve en traditionele risicopremies rond de nul⁵. Een dergelijke risicopremieportefeuille is daardoor een zeer nuttige bouwsteen om de strategische beleggingsallocatie effectief te spreiden (zie box 2). Naast de diversificatievoordelen, zijn ook de risico-/rendementskarakteristieken van alternatieve risicopremies aantrekkelijk. Historisch gezien hebben de alternatieve risicopremies gemiddeld genomen een positief rendement behaald in combinatie met een beperkt risico. Deze zijn meestal wel gebaseerd op backtesten en daardoor waarschijnlijk een overschatting van de rendementen die in de praktijk haalbaar zijn. Maar zelfs wanneer hiervoor wordt gecorrigeerd, resulteert gemiddeld genomen nog steeds een aantrekkelijk risico-/rendementsprofiel. Zeker in de huidige laagrendementsomgeving waar de verwachte rendementen voor de traditionele beleggingen laag zijn⁶.

3.2 Overeenkomsten én verschillen met hedge funds

Alternatieve risicopremies worden vaak in één adem genoemd met hedge funds vanwege de lage correlatie met de traditionele beleggingen en de verwachte positieve absolute rendementen. Dit is niet verwonderlijk omdat sommige hedgefundstrategieën grote overeenkomsten vertonen met enkele alternatieve risicopremies. De hedgefundstrategie CTA, Commodity Trading Advisor, richt zich voornamelijk op de risicopremie Momentum. Maar ook de systematische Global Macro hedge funds bouwen blootstelling op naar alternatieve risicopremies. Global Macro hedge funds combineren alternatieve risicopremies met verschillende actieve (macro)strategieën. Hedge funds streven zo naar 'pure alpha' en hebben niet alleen blootstelling naar alternatieve en traditionele risicopremies, maar ook naar discretionaire 'manager skill'. Dit betekent wel dat de kosten van hedge funds hoger liggen. Alternatieve risicopremies zijn een interessant alternatief voor beleggers die blootstelling wensen naar laag gecorreleerde beleggingen en niet de hoge kosten willen betalen die gepaard gaan met beleggen in hedge funds. Daarnaast is de transparantie vaak hoger, is de liquiditeit (mogelijkheid tot in- en uitstappen) beter en is er meer maatwerk mogelijk. Vanwege de strategische overeenkomsten, het toevoegen van diversificatie en het verhogen van de Sharpe ratio van de totale beleggingsportefeuille, scharen we alternatieve risicopremies en hedge funds onder dezelfde risicofactor in de Achmea IM modelportefeuille⁷.

⁵ Zie o.a. Research Affiliates, *Systemic Global Macro*, 2016

⁶ Zie voor de verwachte middellangetermijnrendementen de Achmea IM Investment Letters, waaronder: Achmea IM Investment Letter, *Schril Contrast*, september 2017

⁷ Voor meer informatie over de Achmea IM modelportefeuille, zie: Achmea IM Investment Letter, *Onder druk*, september 2016

Box 2: Verbetering van de risico-/rendementskarakteristieken van de totale portefeuille

Het toevoegen van alternatieve risicopremies aan de strategische beleggingsportefeuille verbetert het risico-/rendementsprofiel. In tabel 3 wordt dit met een voorbeeld toegelicht. De eerste portefeuille bestaat voor 60% uit euro-staatsobligaties en voor 40% uit wereldwijde aandelen. De portefeuille wordt jaarlijks geherbalanceerd naar deze verdeling. Door de positieve totaalrendementen van zowel staatsobligaties als aandelen in deze periode, is een aantrekkelijk rendement gerealiseerd met een beperkte volatiliteit. Het maximale piek-dal-verlies van 16% vond plaats in 2009 toen aandelenmarkten fors in waarde daalden. Vervolgens vervangen we 10% van deze portefeuille door een mandje van alternatieve risicopremies*. Deze investering gaat ten koste van zowel staatsobligaties als aandelen.

TABEL 3 RISICO-/RENDEMENTSKENMERKEN VAN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE VERBETEREN DOOR TOEVOEGEN VAN ALTERNATIEVE RISICOPREMIËS (PERIODE 2006-2017)

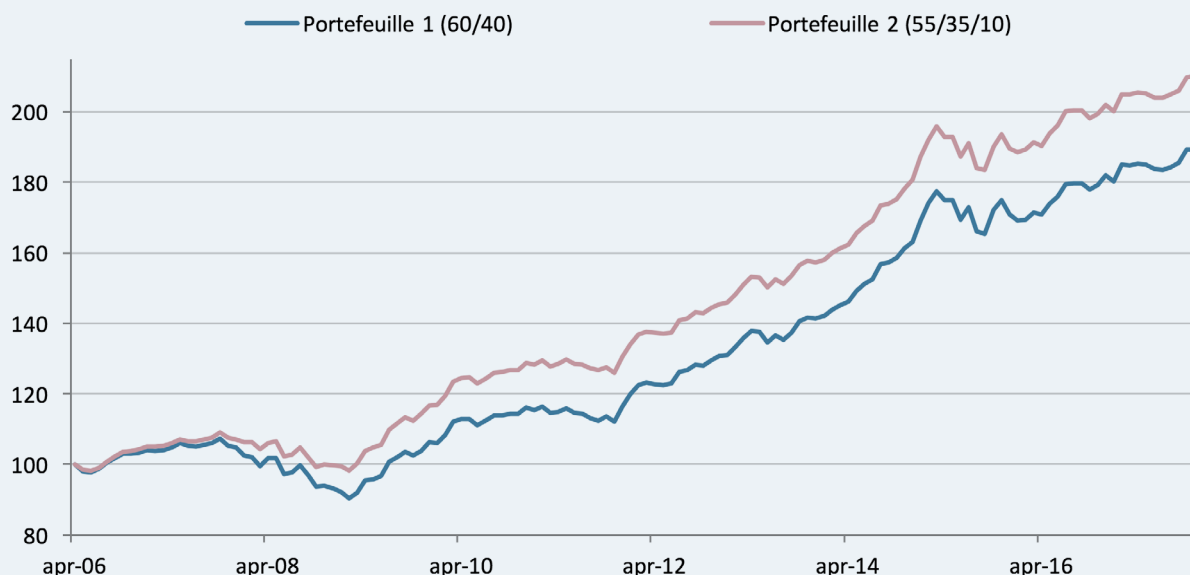
Bron: Barclays, Bloomberg, Achmea IM

	Portefeuille 1 (60/40)	Portefeuille 2 (55/35/10)
Totaalrendement per jaar	5,7%	6,6%
Standaarddeviatie	5,4%	4,9%
Sharpe ratio	0,86	1,15
Maximaal piek-dal-verlies	-16,0%	-9,9%

Door het toevoegen van alternatieve risicopremies verbetert het risico-/rendementsprofiel van de totale portefeuille. Het totaalrendement over deze periode is hoger vanwege het positieve rendement op de alternatieve risicopremies. De standaarddeviatie van de portefeuille inclusief alternatieve risicopremies is lager en ook de het maximale piek-dal-verlies is beperkter. In figuur 4 staan de tijdsreeksen van deze twee portefeuilles.

FIGUUR 4 VERLOOP BELEGGINGSPORTEFEUILLES

Bron: Barclays, Bloomberg, Achmea IM



* Dit mandje bestaat uit 11 alternatieve risicopremies die uit verschillende beleggingscategorieën onttrokken worden. Deze portefeuille is door Achmea IM samengesteld in samenwerking met Barclays. Gedetailleerde uitleg over de precieze samenstelling van deze portefeuille valt buiten de scope van deze white paper. Van deze portefeuille is een jaar live data beschikbaar. Het grootste deel van de reeks is gebaseerd op backtesten. Deze analyse geeft een indicatie van de mogelijkheden, maar biedt geen garantie voor de toekomst.

4 Aandachtspunten bij beleggen in alternatieve risicopremies

4.1 Complexiteit is het belangrijkste aandachtspunt

De grootste uitdaging bij beleggen in alternatieve risicopremies is de grotere complexiteit, zeker ten opzichte van de traditionele beleggingen. Beleggers moeten namelijk veel keuzes maken die grote invloed hebben op het uiteindelijke risico-/rendementsprofiel. Eerst moet een selectie gemaakt worden welke alternatieve risicopremies in aanmerking komen om in te beleggen. Hierbij spelen het gewenste risico-/rendementsprofiel, de correlatie met andere risicopremies en beleggingscategorieën en het doel van de belegging een rol. Vervolgens moet de precieze definitie van de alternatieve risicopremies worden vastgesteld. Er zijn verschillende manieren om dit te doen. Het momentum op de aandelenmarkt kan namelijk op meerdere manieren berekend worden. Daarnaast is de samenstelling en wegingsmethodiek van het mandje alternatieve risicopremies belangrijk. De voorkeur gaat uit naar een gebalanceerde portefeuille waarbij niet één alternatieve risicopremie dominant is. Het samenstellen van een portefeuille van alternatieve risicopremies kan op meerdere manieren en vereist *good judgement*.

4.2 Een kostenefficiënte implementatie is van cruciaal belang

Voor het verzilveren van de alternatieve risicopremies is een kostenefficiënte implementatie een zeer belangrijk aandachtspunt. De academische onderbouwing voor de meeste alternatieve risicopremies is uitgebreid, maar dit betekent niet automatisch dat de premie in de praktijk altijd vlekkeloos geoogst wordt. Beheerskosten, transactiekosten en beperkingen ten aanzien van de hoeveelheid leverage bemoeilijken de vertaling van de theorie naar de praktijk. Daarnaast bestaat het gevaar van datamining. Dit betekent dat er op een systematische manier patronen en verbanden gezocht worden in de data zonder dat hier een theoretische onderbouwing voor geldt. De kans bestaat dan dat de resultaten op basis van de backtestresultaten goed zijn, maar dat deze resultaten in de toekomst niet haalbaar zijn. Oftewel er bestaat geen persistentie in de rendementen. Want ondanks de uitgebreide aanwezige academische literatuur die het bestaan van deze risicopremies aantonen, zijn de feitelijke beleggingsresultaten in de praktijk vooralsnog vrij kort. Daarnaast is een solide risicoraamwerk belangrijk om voldoende diversificatie te waarborgen en de volatiliteit van de strategie te beheersen.

Meer weten?

Neem contact op met de auteur:

Maurice Geraets

E: maurice.geraets@achmea.nl

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ('Achmea IM') heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. De 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, (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies, (iii) geen juridisch, fiscaal of ander advies. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de informatie in dit document. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch, fiscaal of andere adviseur. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van zo'n (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.

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.