

Outlook 2020–2022

Vastgoedbeleggingen in Europese deelmarkten



Inleiding

De West-Europese vastgoedmarkten zijn onderling met elkaar verweven en kennen in het algemeen een hoge mate van transparantie. De Nederlandse vastgoedmarkt vormt echter maar een klein deel van de wereldwijde vastgoedmarkt en ook is de Nederlandse beleggingsmarkt voor vastgoed in absolute omvang beperkt. Door te investeren in internationaal vastgoed kan worden geprofiteerd van een ruimere beschikbaarheid van hoogwaardig vastgoed en hogere liquiditeit. Een internationale spreiding van vastgoedbeleggingen zorgt tegelijkertijd voor diversificatie en optimalisatie van een beleggingsportefeuille. Om optimaal te kunnen profiteren, gaat de voorkeur daarbij uit naar core volwassen vastgoedmarkten met een laag risicoprofiel.

Door structurele veranderingen zoals de digitalisering van de samenleving, aanhoudende urbanisatie, conjuncturele veranderingen zoals vertraging van de wereldwijde economische groei, (geo)politieke onzekerheden zoals de brexit en de onvoorspelbaarheid van president Trump, en veranderende gebruikerseisen waarbij gebruikers/huurders steeds meer professionele service en flexibiliteit verwachten, is het opbouwen van een duurzaam renderende Europese vastgoedportefeuille complexer dan ooit tevoren. Bovendien lijken we ons in een laat stadium van de huidige vastgoedcyclus te bevinden met historisch lage aanvangsrendementen, vertraging van de huurprijsgroei en een voorzichtig oplopende lange rente na 2020¹ als belangrijkste indicatoren.

Ondanks deze structurele veranderingen en (geo)politieke onzekerheden blijft vastgoed in onze optiek ook de komende jaren een interessante beleggingscategorie vanuit diversificatieoogpunt. Door de juiste objecten in verschillende Europese markten en sectoren te selecteren, kan een gevarieerde vastgoedportefeuille worden opgebouwd die ook in mindere tijden goed kan renderen. Daarbij gaat het om die geografische markten, sectoren en assets - submarkten/objecten - die het best bestand zijn tegen de veranderende omstandigheden en onzekerheden. Groeiende steden en stedelijke regio's hebben op dat vlak de beste vooruitzichten vanwege de bovengemiddelde economische vooruitzichten en bevolkingsgroei door urbanisatie.

1) Vanwege de vertraging in de Europese economie heeft de Europese Centrale Bank (ECB) begin juni 2019 besloten de lange rente tot medio 2020 laag te houden. <https://www.nu.nl/economie/5925258/ecb-verwacht-rente-langer-historisch-laag-te-houden.html>. Prognoses van Oxford Economics wijzen op een voorzichtige stijging van de lange rente vanaf 2021.

Vastgoedbeleggingen in Europese deelmarkten

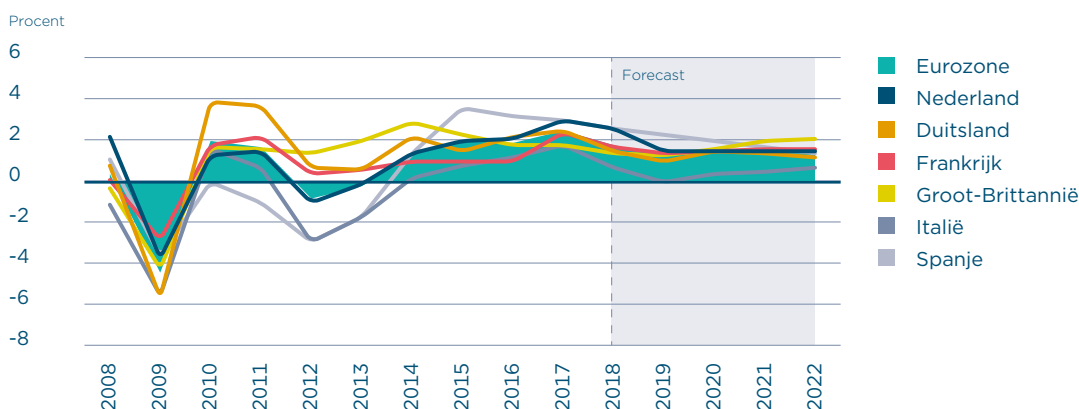
Vertraging economische groei en (geo)politieke onzekerheden als constante factor

Sinds het einde van de economische crisis in 2011 heeft de Europese economie een stevig herstel laten zien. Ook de komende jaren laat de prognose een aanhoudende economische groei zien, zij het minder snel.

Oorzaak van de groeivertraging zijn zogenaamde 'externe factoren'. Daarmee bedoelen we de toenemende risico's op financieel en (geo)politiek gebied. De wispelturigheid van Trump met diverse kleinere en grotere handelsconflicten tot gevolg kan de economische groei in Europa in negatieve zin beïnvloeden. Ook de aanstaande brexit leidt tot onzekerheid, vooral nu de kans op een 'no-deal' op 31 oktober 2019 onder leiding van de recentelijk geïnstalleerde nieuwe premier Boris Johnson is

toegenomen. Andere risicofactoren zijn de onrust met betrekking tot het begrotingsbeleid in Italië en de controverse met Brussel (EU), de wereldwijd sterk toegenomen schuld niveaus, de onrust in de Golfregio, maar ook de spanning tussen de VS en Noord-Korea. Tot slot zijn het groeiend populisme en ontevredenheid een bron van zorg, met de protestbeweging van de 'gilets jaunes' in Frankrijk en een rechtsgeoriënteerde/populistische coalitie in Italië als sprekende voorbeelden. Voor investeringen in vastgoed betekenen bovenstaande risico's dat het van belang is deze ontwikkelingen nauwlettend te monitoren en wanneer de omstandigheden daarom vragen het beleggingsbeleid aan te passen. De impact op vastgoed kan overigens per land en sector variëren.

ONTWIKKELING ECONOMIE EUROPA



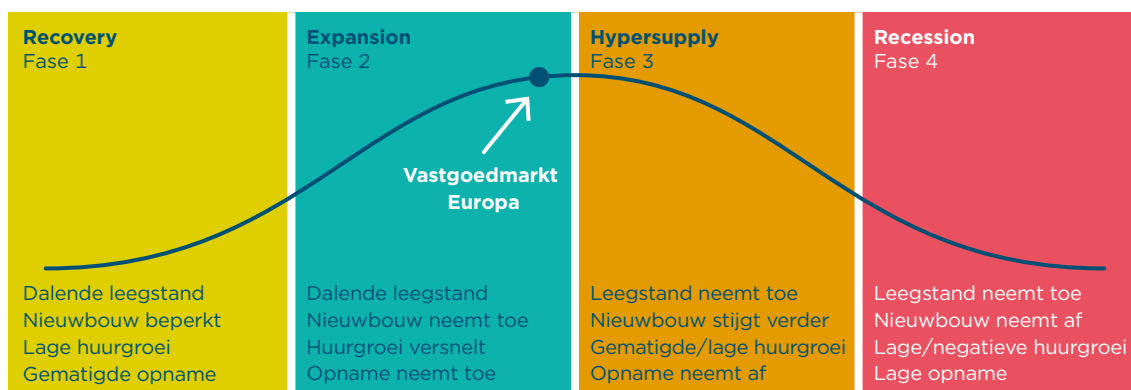
Bron: Oxford Economics (2019), bewerking Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Einde huidige fase in vastgoedcyclus in zicht?

Volgens diverse vastgoedconsultants² bevinden we ons in een laat stadium van de huidige fase van de vastgoedcyclus. De feiten op een rij: de maximale hoogte van het investeringsvolume lijkt bereikt, de beschikbaarheid van geschikte beleggingsobjecten lijkt af te nemen, aanvangsrendementen liggen historisch laag en huurprijzen groeien minder hard. De komende jaren moet worden gerekend

op een lager investeringsvolume als gevolg van een schaarste aan geschikte (prime) beleggingsobjecten en een langzame stijging van de lange rente (zijnde de momenteel historisch lage rente op 10-jaars staatsobligaties) na 2020. In verschillende Europese landen zal de dynamiek op de vastgoedmarkt de komende jaren naar verwachting minder groot zijn dan de voorgaande jaren.

DE VASTGOEDCYCLUS IN BEELD



Bron: Shupilov Real Estate³ (2019), bewerking Syntrus Achmea Real Estate & Finance

In een wereldwijde context beschouwd, loopt de Europese vastgoedcyclus ongeveer twee tot drie jaar achter op die van de VS⁴. Momenteel is in de VS nog geen sprake van een duidelijke groeivertraging, al wordt ook daar gesproken van een 'late-cycle period' waarbij overigens twijfelachtig is hoelang deze periode nog aanhoudt. In generieke zin kan worden geconstateerd dat, rekening houdend met de positie van de Europese vastgoedmarkt ten opzichte van de Amerikaanse vastgoedmarkt, de Europese vastgoedcyclus minder ver ontwikkeld is en dat deze zich momenteel in de 'expansion'-fase richting de 'hypersupply'-fase bevindt. Om die reden verwachten wij dat kan worden gerekend op een voorlopig aanhoudende vraag naar vastgoedbeleggingen, aangezien we er tegelijkertijd van uitgaan dat de lange rente niet het niveau van net na de financiële crisis zal bereiken

en deze op de langere termijn op een relatief laag niveau blijft. Dit is mede het gevolg van het huidige monetaire beleid waarbij de rente door de Europese Centrale Bank (ECB) als instrument wordt ingezet om de economie te stimuleren dan wel de inflatie te beperken. Wij verwachten dat investeerders de komende jaren zullen gebruiken om hun vastgoedportefeuilles op orde te krijgen en van het moment gebruikmaken om minder goed presterende objecten van de hand te doen. Investeerders willen op deze manier voorbereid zijn op mindere tijden door zich te richten op die sectoren die min of meer bestand zijn tegen de in de inleiding genoemde structurele veranderingen en veranderende economische en (geo)politieke omstandigheden.

- 2) Zoals PwC, Savills, LaSalle Investment Management en CBRE. Meer lezen? Zie: <https://www.pwc.at/de/publikationen/branchen-und-wirtschaftsstudien/pwc-emerging-trends-in-real-estate-europe-2019.pdf> | http://pdf.savills.com/documents/Savills_EuropeanThemes2019.pdf | <https://www.lasalle.com/research/reports/finding-value-late-in-the-cycle/> | <https://nieuws.cbre.nl/cbre-hoogste-investeringsvolume-in-vastgoedmarkt-is-bereikt/>
- 3) <https://news.shupilov.com/blog/4-phases-of-the-real-estate-cycle-explained-investment-strategies/>
- 4) <https://realassets.ipe.com/analysis/are-we-due-a-real-estate-downturn/10026739.article>

Van een landenfocus naar een stedenfocus

De internationale vastgoedmarkten worden al jaren gekenmerkt door een aanhoudend sterke vraag van beleggers. De vraag overtreft daarbij het aanbod met flinke prijsstijgingen tot gevolg. Hierdoor is veel vastgoed als belegging minder interessant geworden. Door schaarste aan geschikte (prime) beleggingsobjecten is het aanvangsrendement tot een historisch laag niveau gedaald waardoor de

kans op een verdere 'yieldshift' beperkt is. Tegelijkertijd zijn de huurprijzen tot een dusdanig hoog niveau gestegen dat in het algemeen het opwaartse potentieel beperkt zal zijn. Lokaal en regionaal en afhankelijk van segment, kunnen hier uitzonderingen op zijn.

ONTWIKKELING INVESTERINGSVOLUME⁵ EUROPA



Bron: BNP Paribas (2019), bewerking Syntrus Achmea Real Estate & Finance

Dit betekent dat het verstandig is kritisch te kijken naar de bestaande portefeuille (inclusief de performance ervan) en ook alternatieve investeringsstrategieën te overwegen. Aangezien de West-Europese vastgoedmarkten⁶ onderling zo sterk met elkaar verweven zijn, is puur en alleen een landenfocus niet langer voldoende om een goed renderende vastgoedportefeuille op te bouwen. Uit onze Europese clusteranalyse blijkt dat met een focus op Duitsland, Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk (VK) naast thuismarkt Nederland maximaal kan worden geprofiteerd van diversificatie en rendement, waarbij investeringen in het VK momenteel worden afgeraden vanwege de onzekerheid en ontwikkelingen rondom de brexit.

Binnen genoemde landen ligt een stedenfocus voor de hand, aangezien steden de komende jaren naar verwachting kunnen rekenen op een bovengemiddelde economische groei en aanhoudende groei van het aantal inwoners door urbanisatie. Binnen deze steden kan vervolgens op zoek worden gegaan naar 'opportunities' buiten de -geijkte- prime locaties. Ook wel de

ABBA-strategie genoemd: in de topsteden (A) een focus op secundaire locaties (B) en in de secundaire steden (B) een focus op de beste locaties (A).

De urbanisatietrend heeft ervoor gezorgd dat de juiste selectie van steden en stedelijke regio's aan belang is toegenomen. Tegelijkertijd boeten de zogenaamde Europese topsteden in qua aantrekkelijkheid, aangezien al veel beleggers zich op deze steden focussen (wat weer zorgt voor een verder prijsopdrijvend effect). Secundaire steden vormen daarom een interessante 'runner-up'-categorie. In de Verenigde Staten (VS) wordt bijvoorbeeld onderscheid gemaakt tussen '24-hour' en '18-hour cities' ('prime cities versus secondary cities'). Een '24-hour city' is een stad waar voorzieningen 24 uur per dag beschikbaar zijn, van supermarkt tot openbaarvervoernetwerk en van fitness tot koffiebar⁷. Typisch Amerikaanse '24-hour cities' zijn Boston, Chicago, Los Angeles, New York, San Francisco en Washington D.C. In Europa kunnen Londen, Parijs en Berlijn tot deze categorie worden gerekend.

5) Het gaat hier om het investeringsvolume in commercieel vastgoed (kantoren, winkels, logistiek), exclusief woningen.

6) Nederland, Duitsland, Frankrijk, het Verenigd Koninkrijk en de Nordics.

7) <https://www.stadsleven.nu/2015/03/09/24uurs-stad-uitgaan-in-de-wasserette-en-altijd-verse-bloemen/>

Een '18-hour city'⁸ bezit een aantal wezenlijke karakteristieken van een 24-uurs stad, maar is betaalbaarder en wordt steeds populairder, vooral onder jongeren (millennials en young professionals). Kenmerken van '18-hour cities' zijn onder andere een bovengemiddelde groei van economie en bevolking, compact (beloopbaar) gecombineerd met een solide openbaarvervoersysteem, vaak

gunstig(er) geprijsde woningen in combinatie met een compleet pakket aan diensten en voorzieningen (recreatie, cultuur en entertainment). In de VS zijn Seattle, Portland en Orlando typische '18-hour cities'. Voorbeelden van secundaire steden in Europa zijn Wenen, Zürich, Hamburg, Stockholm en Kopenhagen.

Alternatieve investeringsstrategieën nemen aan belang toe

Structurele veranderingen op de lange termijn zorgen naast de schaarste aan 'prime' beleggingsobjecten en plek in de vastgoedcyclus voor nieuwe alternatieve investeringsstrategieën. Strategieën die op de lange termijn ook nog eens toekomstbestendig en duurzaam blijken te zijn, al zorgen de structurele veranderingen er wel voor dat het lastiger wordt om te bepalen wat een goede alternatieve investeringsstrategie is. Investeerders kunnen daarbij kiezen voor relatief nieuwe, vastgoedsectoren of voor een wijziging in de geografische focus (zie ook 'Van een landenfocus naar een stedenfocus').

Tegelijkertijd komen nieuwe vastgoedconcepten, als gevolg van demografische en technologische ontwikkelingen, op. Zo neemt door urbanisatie en groei van het aantal eenpersoonshuishoudens de druk op de ruimte in de stad toe waardoor de betaalbaarheid van woonruimte flink wordt ingeperkt. Door technologische ontwikkelingen is bezit minder belangrijk geworden en heeft iedereen toegang tot producten en diensten⁹ via een smartphone.

Studentenhuisvesting en senioren-/zorgconcepten zijn de meest bekende voorbeelden van deze 'nieuwe' vastgoedconcepten en zijn in Europa inmiddels van een nichesector gegroeid tot een volwaardige assetclass. Meer recent zijn de concepten rondom 'co-living' al dan niet gecombineerd met een dienstconcept als 'living as a service', 'co-working' en 'mixed-use'. 'Living as a service' is in feite een voortvloeisel uit de zogenaamde 'sharing economy' waarbij steeds minder belang wordt gehecht aan het feitelijke bezit en meer waarde wordt gehecht aan keuze en toegang tot mogelijkheden gericht op specifieke (woon)behoeften. 'Co-living' speelt in op de toegenomen behoefte aan flexibiliteit en de in de vorige alinea genoemde trend van bezit naar gebruik. 'Co-living' biedt feitelijk een 'alles-in-1-concept' waarbij de voordelen van groter wonen met gedeelde voorzieningen en informele ontmoet-

tingen met elkaar worden gecombineerd. 'Co-working'-concepten bieden gedeelde werkplekken eveneens gecombineerd met gedeelde voorzieningen om ruimte te bieden aan sociale en informele ontmoetingen. 'Mixed-use'-concepten kenmerken zich door multifunctionele ruimten/gebouwen waarbij in één gebouw meerdere functies met elkaar worden gecombineerd.

Als gevolg van de structurele veranderingen in combinatie met de huidige fase in de vastgoedcyclus, geopolitieke onzekerheden en stijging van de lange rente, zijn investeerders op zoek naar een zo laag mogelijk risico en een zo hoog mogelijk langetermijnrendement. Dit betekent dat in lijn met het bovenstaande beleggers zich bij Europese beleggingen in toenemende mate zouden moeten richten op alternatieve vastgoedsectoren die minder gevoelig zijn voor conjuncturele schommelingen (ook wel anticyclisch investeren genoemd) en die goed weten in te spelen op de veranderende gebruikersvraag. Een andere mogelijkheid is om de waarde van bestaande objecten te verhogen door deze te herontwikkelen.

8) <https://www.investopedia.com/terms/1/18hour-city.asp>

9) Zoals Uber, SnappCar, Deliveroo en Airbnb.

Vastgoed draait om de gebruiker

Vastgoed draait niet alleen om gebouwen en stenen maar ook om het gebruik ervan. Zonder gebruiker(s) is een gebouw immers niets waard. Dit lijkt een open deur, maar is nog niet iets waar in de vastgoedsector voldoende aandacht aan wordt besteed. Naast kennis van de vastgoedmarkt en lokale omstandigheden, is kennis van de gebruiker van wezenlijk belang bij het selecteren van de juiste beleggingsobjecten. Wat is zijn of haar behoefte, wat is bepalend bij bijvoorbeeld de keuze van een woning en op welke gronden maakt een consument de keuze om producten online te kopen of juist in de fysieke winkel? En in welke winkel/welk type winkelgebied? Een vastgoedobject is maatwerk.

Rekening houden met de gebruikerswensen kan onder andere door een kortere looptijd van contracten mogelijk te maken, door flexibiliteit in ruimtegebruik/-behoefte van gebruikers

waar nodig te faciliteren en door het aanbieden van serviceconcepten (zoals 'living as a service' en 'mobility as a service'). Overigens is dit niet specifiek een Europese trend maar geldt dit voor de mondiale vastgoedmarkt. Meer oog voor de gebruiker is essentieel bij het opbouwen van een duurzame vastgoedportefeuille waar niet alleen financieel maar ook maatschappelijk rendement tegenover staat.

Deze ontwikkelingen hebben grote impact op de manier waarop ruimte wordt gebruikt. Bovendien speelt vastgoed een belangrijke rol in het verbinden van mensen. Om goed te kunnen sturen op de wensen en behoeften van de gebruikers is actief assetmanagement noodzakelijk. Actief assetmanagement is het instrument om waarde toe te voegen dan wel te maximaliseren en zo het verschil te maken.

Waar in Europa investeren?

De vastgoedmarkt in Europa kenmerkt zich in generieke zin door een stabiele performance. Dit geldt in belangrijke mate vooral voor de West-Europese landen. Lage correlaties tussen landen en sectoren zijn een voorwaarde voor een gebalanceerde vastgoedportefeuille en zorgen vervolgens voor een hoge rendement-risicoratio op portefeuilleniveau. Een lage correlatie zorgt immers voor een lagere volatiliteit. De keuze voor een specifieke sector hangt af van het toekomstperspectief van deze sector, waarbij economische, technologische, demografische en structurele ontwikkelingen een belangrijke rol spelen.

De structurele veranderingen in combinatie met de huidige fase in de vastgoedcyclus, geopolitieke onzekerheden en een mogelijke toename van de lange rente na 2020, beïnvloeden momenteel in belangrijke mate de Europese vastgoedmarkten. Investeren in de belangrijkste core volwassen West-Europese vastgoedmarkten met een laag risicoprofiel, met daarbinnen een focus op groeiende steden, ligt het meest voor de hand. De meest populaire West-Europese vastgoedmarkten op basis van het investeringsvolume zijn Duitsland, het VK, Frankrijk, Nederland en Spanje. Investeerders richten zich daarbij in belangrijke mate op kantoren, woningen en logistiek vastgoed. Gezien de ontwikkelingen op de Europese winkelmarkt is de interesse in winkelvastgoed minder groot.

BELEGGINGSSTRATEGIE EUROPA

Sector	Huurprijzen	Aanvangsrendement	Focus op
Kantoren	↑→	↓→	Prime CBD-locaties in de grote steden.
Winkels	↓→	↑→	Prime high street retail, winkelcentra en grocery-anchored/boodschappencentra.
Logistiek	↑	↓	Logistieke hubs/knooppunten West- en Centraal-Europa.
Woningen	↑→	↓→	Steden (mix van prime en secundaire steden).

Legenda

- ↑ Verwachte stijging
- ↑→ Stabiel tot lichte stijging
- Stabiel
- ↓→ Stabiel tot lichte daling
- ↓ Verwachte daling

Kantoren

De Europese kantorenmarkt kenmerkt zich door een historisch lage leegstand. De huurprijzen voor de meeste prime locaties zijn de afgelopen jaren gestegen en ook voor de komende twee tot drie jaar kan worden gerekend op een huurgroei vanwege de verwachte aanhoudende vraag naar kantoorruimte. Investeerders die geïnteresseerd zijn in beleggingen in de Europese kantorenmarkt kunnen zich het best richten op de 'prime' CBD-locaties¹⁰ in de grote steden. De aanvangsrendementen zijn inmiddels tot een record laag niveau gedaald hetgeen betekent dat voor beleggingsobjecten een relatief hoge prijs moet worden betaald.

Winkels

De Europese winkelmarkt is met de aanhoudende structurele veranderingen en verdere groei van online relatief complex. Er is een sterke polarisatie gaande; 'prime' locaties en objecten in de grote steden laten een goede performance zien ten koste van secundaire locaties. Deze locaties worden geconfronteerd met teruglopende bezoekersaantallen en oplopende leegstand. De beste kansen worden gezien voor investeringen in 'prime high street retail' en 'grocery-anchored retail'. Zowel 'high street retail' als 'grocery-anchored retail' fungeren als 'plekken van betekenis' en voorzien in een behoefte waarbij beleving en gemak centraal staan. In onze optiek zijn deze subsectoren van de Europese winkelmarkt dan ook het beste bestand tegen de eerder genoemde structurele veranderingen. Nog meer dan voor de andere sectoren geldt dat investeerders goed op de hoogte dienen te zijn van de lokale marktomstandigheden om een afgewogen investeringsbeslissing te kunnen maken.

Logistiek

De Europese markt voor logistiek vastgoed is een sector met een groot groeipotentieel. Door onder andere de aanhoudende groei van online is de vraag naar logistiek vastgoed bijzonder groot. Deze sterke vraag heeft geresulteerd in een stijging van de gemiddelde huur en ook de komende twee tot drie jaar wordt een verdere stijging van de huurprijzen voorzien. Vanwege het internationale karakter zijn vestigingspunten langs de belangrijkste transportassen in West- en Centraal-Europa het meest geschikt. Dit geldt zowel voor de grotere objecten als voor kleinere objecten die zich richten op de 'last-mile' stadsdistributie.

Woningen

De Europese woningmarkt is momenteel naast de markt voor logistiek vastgoed de best presterende sector. Deze interesse wordt in belangrijke mate gedreven door de aanhoudende sterke gebruikersvraag. Door de urbanisatie richt deze vraag zich grotendeels op de grote Europese steden en stedelijke regio's. De rendementen zijn historisch laag en dat betekent dat, net als op de Europese kantorenmarkt, investeerders erop bedacht dienen te zijn dat voor beleggingsobjecten een relatief hoge prijs moet worden betaald. Daarnaast zijn de huurprijzen sterk gestegen waardoor de betaalbaarheid voor huurders in het geding komt. Diverse nationale en lokale overheden in Europa hebben daarom maatregelen genomen om de huurgroei te beperken. Dit geldt vooral voor de belangrijkste grote ('prime') Europese steden. Investeringsobjecten in secundaire steden ('18-hour cities', zie ook 'Van een landenfocust naar een stedenfocus') kunnen een aantrekkelijk alternatief zijn, evenals beleggingen in studentenhuisvesting, micro-appartementen, nieuwbouwobjecten en seniorenhuisvesting en/of zorgvastgoed. Afhankelijk van de 'investment beliefs' kan een keuze worden gemaakt tussen 'prime' en secundaire steden (of een mix daarvan) dan wel in niches en/of andere segmenten van de woningmarkt te investeren.

¹⁰) CBD staat voor 'Central Business District'.

Outlook Syntrus Achmea Real Estate & Finance, Strategy & Research

Publicatiedatum

September 2019

Vormgeving en opmaak

Cascade - visuele communicatie bv, Amsterdam

Contact

info@achmeavastgoed.nl

020 606 5611

Outlook 2020-2022 digitaal

www.syntrusoutlook.nl

Cover: Winfriedstrass, Berlijn, Duitsland

Disclaimer Syntrus Achmea Real Estate & Finance B.V., (hierna "Syntrus Achmea") kantoorhoudende te Amsterdam (Handelsregister nr. 33306313), is in het bezit van een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten (AFM) als bedoeld in artikel 2:65, aanhef en onderdeel a Wet op het financieel toezicht (Wft). Deze vergunning geeft de bevoegdheid om op te treden als beheerder van een beleggingsinstelling als bedoeld in artikel 1:1 van de Wft. Daarnaast is Syntrus Achmea bevoegd om een individueel vermogen te beheren en in uitoefening van beroep of bedrijf te adviseren over financiële instrumenten. De informatie in dit document is samengesteld door Syntrus Achmea en is bestemd voor professionele beleggers zoals gedefinieerd in artikel 1:1 van de Wft. De informatie opgenomen in dit document is slechts bedoeld ter oriëntatie en vormt geen voorstel of aanbod en is evenmin bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing. Het is dan ook niet mogelijk om op basis van deze informatie in te schrijven op een fonds of op een andere manier financiële instrumenten, persoonlijk beleggingsadvies of andere financiële diensten te verkrijgen. De inhoud van dit document is gebaseerd op informatiebronnen die door Syntrus Achmea betrouwbaar worden geacht. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven over de juistheid en volledigheid van de informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. Indien van toepassing, blijft het Nederlandstalige Informatie Memorandum in alle gevallen leidend. Er kan geen beroep worden gedaan op de juistheid of volledigheid van de verstrekte informatie, aanbevelingen en berekende waarden noch kunnen hier rechten aan worden ontleend. De in dit document opgenomen informatie is uitsluitend indicatief van aard en kan aan verandering onderhevig zijn. Hierin opgenomen opinies, feiten en meningen kunnen zonder nadere aankondiging worden gewijzigd. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Alle in dit document gepresenteerde informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) is eigendom van of in licentie bij Syntrus Achmea en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht dan wel enig ander recht van intellectueel eigendom. Er worden geen rechten van welke aard dan ook in licentie gegeven of toegewezen of op andere wijze overgedragen aan personen die toegang verkrijgen tot de informatie in dit document. Het is niet toegestaan om (gedeelten van) de inhoud van dit document over te nemen, te vermenigvuldigen of op welke wijze dan ook te distribueren, zonder de uitdrukkelijke schriftelijke toestemming van Syntrus Achmea.

