

2025 derde kwartaal

Rapportage
AKF Onderwijs Fonds

Belangrijke informatie

Met deze rapportage willen wij u inzicht geven in het door u aan ons toevertrouwd vermogen. Wij verwachten dat deze rapportage de informatie biedt die u nodig heeft. Uiteraard staan wij altijd open voor verbetering. Heeft u vragen of opmerkingen dan kunt u deze richten aan uw relatiebeheerder.

De kwartaalrapportage is met zorg samengesteld door a.s.r. Vermogensbeheer ("a.s.r."). a.s.r. Vermogensbeheer is een geregistreerd merk van ASR Nederland N.V., gevestigd te Utrecht, Handelsregister K.v.K. Utrecht, nr. 30227237. a.s.r. staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft.

Het is a.s.r. toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen:

- het beheren van een individueel vermogen,
- het verstrekken van beleggingsadvies en
- het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten.

a.s.r. is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van deze rapportage is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. De berekeningen en financiële waarde (n) in deze rapportage zijn niet door een externe accountant beoordeeld.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.

De in/via deze rapportage verstrekte informatie is geen aanbod, beleggingsadvies of financiële dienst. De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel instrument, tot het deelnemen aan een beleggingsstrategie, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r., noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing. Op deze rapportage is Nederlands recht van toepassing.

Inleiding

ASR Kapitaalmarkt Fonds

ASR Kapitaalmarkt Fonds is een fonds voor gemene rekening naar Nederlands recht. Bij een fonds voor gemene rekening brengen de deelnemers in het fonds, de participanten, vermogen bijeen dat door een beheerder voor hun rekening en risico wordt belegd. Het fonds is gestructureerd als een zogenaamd paraplufonds. Dit betekent dat de participaties zijn onderverdeeld in verschillende subfondsen. Iedere participatie in een subfonds geeft recht op een evenredig aandeel in het vermogen van dat subfonds. Voor elk subfonds bestaat een afzonderlijk beleggingsbeleid, waardoor elk subfonds zijn eigen risicoprofiel en koersvorming heeft.

AKF Onderwijs Fonds

ASR Kapitaalmarkt Fonds – Onderwijs Fonds is een subfonds van ASR Kapitaalmarkt Fonds. Het Onderwijs Fonds (OLF) is geïntroduceerd op 16 september 2011 en is gericht op Nederlandse onderwijsinstellingen. Het doel van OLF is om participanten de mogelijkheid te bieden om eenvoudig, veilig en gespreid te beleggen. De beleggingsdoelstelling is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te bieden conform de regels van de Regeling beleggen en belenen van OC&W. Dit houdt onder andere in dat er alleen wordt belegd in waardepapier uitgegeven of gegarandeerd door overheden, supranationale instellingen of financiële ondernemingen. Hierbij moet de desbetreffende overheid of financiële ondernemingen gevestigd zijn in een lidstaat van de EER en dient het papier uitgegeven te zijn in euro's en minimaal te beschikken over een single A (flat) rating. Er mag geen gebruik worden gemaakt van derivaten om bijvoorbeeld het renterisico af te dekken.

Gevoerd beleid en rendement

Portefeuillebeleid

De beleggingsdoelstelling van het ASR Onderwijs Fonds (OLF) is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te behalen onder de voorwaarde dat conform de Regeling beleggen, lenen en derivaten van het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (OCW) wordt belegd. Daarnaast is het Onderwijs Fonds duurzaam belegd conform het duurzaamheidsbeleid van a.s.r. Het fondsvermogen kwam eind september 2025 uit op EUR 29,1 miljoen. Het fonds bestaat voor 89,1% uit obligaties van Europese financiële ondernemingen. Wat betreft de ratingverdeling is de portefeuille voor 6,1% in 'AAA' obligaties belegd, voor 24,2% in 'AA' obligaties en voor 69,7% in 'A' obligaties. De top drie van de landenexposure bestond uit Duitsland (22,1%), Zweden (20,6%), en Frankrijk (15,6%). Ruim 95% van de portefeuille bestaat uit duurzame green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille bedroeg aan het eind van het kwartaal ca. 3,9 jaar. Het effectieve rendement van de beleggingen ligt rond de 2,7%.

Performanceverantwoording

Het ASR Onderwijs Fonds behaalde behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,55%. De kapitaalmarktrente steeg licht maar credit spreads daalden. Over de eerste negen maanden van 2025 is er een rendement van +2,41% behaald. In de verslagperiode hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement te verhogen. Hierbij zijn ook Franse debiteuren afgebouwd. Vanwege de rating downgrade eind 2024 van Frankrijk naar AA-, zijn nieuwe beleggingen in Franse banken onder de Regeling van OCW niet meer toegestaan. In het kader van goed huisvaderschap zullen de huidige beleggingen voorsnog wel worden aangehouden en langzaam worden afgebouwd. Afgelopen september kreeg Frankrijk ook van Fitch een downgrade van één notch. Op 17 oktober heeft ook S&P Frankrijk een trede lager gezet, waardoor Frankrijk een single A+ land is geworden. Met de downgrades van Frankrijk gingen ook alle semi Franse overheden een notch omlaag. Verder gaf S&P gaf de Zweedse bank Swedbank een upgrade van één notch.

Marktomstandigheden

Een half jaar na de schok van de aankondiging door de Amerikaanse president Trump van een 'handelsoorlog' tussen de VS en de rest van de wereld, zijn de gevolgen ervan nog altijd niet goed te overzien. Voorlopig lijkt het erop dat de soep niet zo heet gegeten wordt als die op 'Liberation Day' (2 april) werd opgediend, maar dat de wereldeconomie alsnog wel schade zal ondervinden van de hogere handelstarieven. De onzekerheid is goed terug te zien in de groeiverwachtingen van het IMF voor de wereldeconomie. Begin dit jaar verwachtte het IMF voor zowel 2025 als 2026 nog een groei van 3,3% voor de wereldeconomie, vrijwel gelijk aan de feitelijke groei in 2024. Na de aankondiging van president Trump begin april, verlaagde het IMF de groeiverwachting voor 2025 naar 2,8% en voor 2026 naar 3%. Inmiddels is het IMF weer wat bijgedraaid, en gaat het voor zowel 2025 als 2026 uit van een wereldwijde groei rond 3%. Voor ontwikkelde economieën rekt het IMF op een groei rond 1,5% in 2025 (ca. 2% voor de VS en 1% voor Europa), en voor opkomende economieën op een groei rond 4%. Daarbij blijft India naar verwachting harder groeien dan China, met respectievelijk 6,4% en 4,8%.

De belangrijkste kanttekening bij deze cijfers, die het IMF zelf ook maakt, is dat de onzekerheid nog altijd bovengemiddeld hoog blijft, vooral als gevolg van het onvoorspelbare economische beleid van de regering-Trump en de aanhoudende geopolitieke spanningen. Alleen al deze onzekerheid kan de wereldeconomie in de weg gaan zitten, als die ervoor zorgt dat bedrijven hun investeringen uitstellen en consumenten terughoudender worden in hun bestedingspatroon. Tot nu toe lijkt de invloed van zowel de handelsoorlog als geopolitieke spanningen op bedrijfswinsten en consumentenbestedingen mee te vallen, maar dat is geen garantie voor de toekomst.

Als het IMF gelijk krijgt, is de economie die relatief het meeste hinder gaat ondervinden van het wispelturige beleid van de regering-Trump die van de VS zelf. De cijfers van de afgelopen maanden geven daarover nog geen duidelijk uitsluitsel, maar het lijkt wel aannemelijk dat de prijs van de Amerikaanse handelstarieven uiteindelijk vooral betaald zal worden door Amerikaanse consumenten en bedrijven. Tot nu toe zijn de bestedingen van consumenten behoorlijk op peil gebleven, mede dankzij de nog altijd historisch lage werkloosheid, en nemen ook de bedrijfsinvesteringen nog toe, vooral dankzij de 'boom' in 'kunstmatige intelligentie (AI)'-gerelateerde projecten, maar de vraag is hoe houdbaar dit is. Recente arbeidsmarktcijfers uit de VS vielen sterk tegen en er is toenemende twijfel of alle 'AI'-investeringen zichzelf zullen terugverdienen. Voor de Amerikaanse schatkist vormen de handelstarieven wel een welkome bron van inkomsten, ter gedeeltelijke compensatie van het grote pakket aan overheidsuitgaven vanuit de 'One Big Beautiful Bill Act'. Dit pakket, met o.a. belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, is op korte termijn groeibevorderend, maar draagt op langere termijn niet bij aan de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld.

In vergelijking met de onzekerheid over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie, en inmiddels zelfs ook over de betrouwbaarheid van economische data van de Amerikaanse overheid, lijkt de Europese economie een baken van stabiliteit. Dit is niet alleen maar positief, want het betekent ook dat er voorlopig nog geen einde lijkt te komen aan de lage groei van de laatste tijd. Vooral de Duitse economie, en meer specifiek de Duitse industrie, ondervindt hinder van de Amerikaanse handelstarieven, de dure euro en de nog altijd uitblijvende structurele hervormingen. Op termijn zullen de beloofde hogere overheidsuitgaven van de regering-Merz, onder andere ten behoeve van investeringen in de defensie-industrie, helpen om de Duitse economie vlot te trekken, maar vooralsnog zijn de effecten hiervan niet of nauwelijks zichtbaar. Positief is wel dat de stagnatie van de Duitse economie ten dele wordt gecompenseerd door hogere groei in de zuidelijke Europese landen, die de malaise van de 'eurocrisis' van de jaren '10 achter zich hebben gelaten. Hun rol als Europese zorgenkindjes lijkt te zijn overgenomen door Frankrijk en het VK, die er beide maar niet in slagen om hun overheidsfinanciën onder controle te krijgen en daarmee het risico lopen langzaam maar zeker op een 'schuldencrisis' af te stevenen.

Buiten Europa was er recent ook onrust over de schuldenpositie van Argentinië, overigens niet voor het eerst. Anders dan bij voorgaande Argentijnse schulden crises kwam (voorlopige) redding nu niet van het IMF, maar van de VS, die zich bereid verklaarde indien nodig de Argentijnse president Milei, de belangrijkste ideologische bondgenoot van president Trump in Latijns Amerika, te steunen. De situatie in Argentinië is niet maatgevend voor andere opkomende economieën, en lijkt dus ook niet het begin van een bredere schulden crisis (zoals bijv. de Azië-crisis eind jaren '90) in te luiden. Wel ondervinden veel opkomende markten, met China en India voorop, hinder van de handelstarieven vanuit de VS, maar tot nu toe houden hun economieën beter stand dan verwacht. Het lijkt erop dat deze landen erin slagen om hun handelsstromen naar de VS zodanig te verleggen naar andere landen en regio's dat de schade per saldo beperkt blijft, al moet daarbij worden opgemerkt dat beschikbare data daarover beperkt is, en het dus ook nog te vroeg is om definitieve conclusies te trekken.

Voor zowel China als India geldt dat de overheid voldoende bereid en in staat lijkt om economische tegenslag, bijvoorbeeld als gevolg van de handelsoorlog met de VS, op te vangen met stimuleringsmaatregelen en structurele hervormingen. De Chinese overheid richt zich daarbij vooral op het versterken van de Chinese voorsprong op het gebied van technologie (o.a. 'AI') en de energietransitie, terwijl de regering van India eindelijk werk lijkt te gaan maken van het vereenvoudigen van het belastingstelsel en het terugdringen van de bureaucratie. De derde grote economie van Azië, die van Japan, ondervindt ook hinder van de Amerikaanse handelstarieven, maar dat wordt in ieder geval ten dele gecompenseerd door de recente waardedaling van de Japanse yen, waarmee de exportpositie van Japan verbetert. Daarnaast lijkt ook de Japanse overheid in te willen zetten op productiviteitsverhogende investeringen in ('AI') technologie, die net als in het geval van China mede noodzakelijk zijn om de gevolgen van de vergrijzing en de krimp van de bevolking op te vangen.

Inflatie en rentes

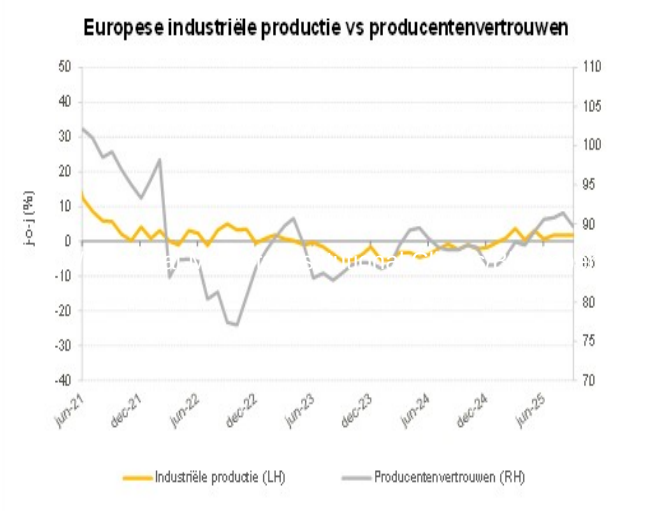
Niet alleen qua economische groei, ook op het gebied van inflatie oogt Europa als een baken van stabiliteit in onrustige tijden. De 'headline' inflatie in de eurozone is in september weliswaar licht opgelopen naar 2,2% jaar-op-jaar, maar was daarvoor drie maanden op rij onveranderd gebleven op 2,0%, dat wil zeggen precies in lijn met de inflatiedoelstelling van de ECB. De 'kerninflatie', exclusief volatiele voedings- en energieprijzen, is al vijf maanden op rij onveranderd gebleven, op 2,3% jaar-op-jaar. In de VS is het inflatiebeeld de laatste tijd verslechterd, in die zin dat de 'headline' inflatie is opgelopen van 2,4% jaar-op-jaar in mei naar 2,9% nu. De Amerikaanse 'kerninflatie' is ook licht opgelopen, van 2,8% jaar-op-jaar in mei naar 3,1% nu.

De hogere inflatiedruk in de VS kan een teken van economische kracht zijn (zo zal president Trump het in ieder geval graag zien), maar een andere interpretatie is ook mogelijk. De handelstarieven van president Trump vormen in feite een belasting voor Amerikaanse bedrijven en consumenten, die tot hogere kosten voor bedrijven en hogere prijzen voor consumenten leiden. In hoeverre deze interpretatie de toegenomen inflatiedruk verklaart, is niet met zekerheid te zeggen. Uit onderliggende cijfers blijkt wel dat de hogere prijsdruk in de afgelopen maanden vooral voortkwam uit de categorieën die geraakt worden door de handelstarieven, maar uit de meest recente cijfers blijkt dat inmiddels hogere prijzen in de dienstverlening weer de belangrijkste verklarende factor zijn voor de toegenomen inflatiedruk. Waarschijnlijk is de hogere inflatiedruk dus een combinatie van 'handelstarieven-inflatie' én economische kracht.

Voor de komende tijd voorzien zowel economen (volgens de Bloomberg-consensus) als financiële markten dat de inflatiedruk in de VS onverminderd hoog zal blijven, rond 3%. De verwachting is dat pas tegen eind 2026 de inflatie geleidelijk zal afnemen richting 2,5%. Deze cijfers zijn wel met bovengemiddeld hoge onzekerheid omgeven, zolang onduidelijk is hoe de regering-Trump het handelsbeleid verder zal vormgeven en wat de gevolgen daarvan zijn voor economische groei en prijsdruk. Daarbij kunnen nieuwe handelstarieven op korte termijn voor een nieuwe ronde prijsverhogingen zorgen, maar op langere termijn de Amerikaanse economie onder druk zetten en zo juist weer tot lagere prijzen leiden.

In Europa is de inflatieverwachting in die zin minder spannend, omdat economen ervan uitgaan dat de 'headline' inflatie tot in 2027 op of licht onder 2% zal blijven, terwijl de 'kerninflatie' geleidelijk zal afnemen tot rond 2%. Ook hiervoor geldt echter dat bijvoorbeeld de gevolgen van het Amerikaanse handelsbeleid, de dure euro en fluctuaties in de olieprijs het inflatiebeeld alsnog kunnen veranderen.

Met de huidige kennis van zaken is het rentebeleid van de ECB redelijk voorspelbaar, namelijk vooral stil blijven zitten en afwachten. In juni heeft de ECB de Europese basisrente voor het laatst verlaagd, naar 2%, en de verwachting is dat die in ieder geval de komende maanden ongewijzigd zal blijven. Voor de Amerikaanse centrale bank, de Fed, liggen de zaken ingewikkelder. In september heeft de Fed voor het eerst dit jaar de Amerikaanse basisrente verlaagd, van 4,5% naar 4,25%. De rentemarkt gaat ervan uit dat in het komende jaar nog 4-5 renteverlagingen zullen volgen, waarmee de basisrente op of rond 3% zou uitkomen. Deze verwachting is echter wel met veel onzekerheid omgeven. Als de inflatie in de VS komend jaar, zoals verwacht, inderdaad rond 3% blijft, is de vraag of een basisrente van 3% niet te laag is. Als daarentegen de Amerikaanse economie een terugval laat zien, wat zeker niet valt uit te sluiten, dan lijkt een rente van 3% juist aan de hoge kant. Ondertussen blijft president Trump de onafhankelijkheid van de Fed ondermijnen, onder andere door Fed-bestuurder Lisa Cook haar ontslag aan te zeggen en aan de stoelpoten van Fed-voorzitter Jerome Powell te zagen. De zittingstermijn van Powell loopt hoe dan ook in 2026 af, en de vraag is of Trump dan een meer gezeglijke voorzitter op zijn plek zal benoemen. In dat geval komt de door Trump gewenste rente van 1% misschien eerder in zicht, maar te verwachten valt ook dat financiële markten daar niet positief op zullen reageren.



Financiële markten

Aandelenmarkten beleefden een bijzonder goed derde kwartaal, vrijwel zonder uitzondering en met Aziatische aandelenbeurzen, opkomende markten en technologie-aandelen voorop. Europese kapitaalmarktrentes waren vlak tot licht hoger, terwijl Amerikaanse kapitaalmarktrentes juist daalden. Bedrijfsobligaties presteerden redelijk, maar beursgenoteerd vastgoed bleef achter.

Staatsobligaties

Op Europese markten voor staatsobligaties gebeurde, in ieder geval op het eerste gezicht, niet veel in het derde kwartaal van 2025. De Duitse 10-jaars rente steeg licht, van 2,6% naar 2,7%, terwijl de Nederlandse vrijwel onveranderd bleef rond 2,8%. Ook rentes op staatsobligaties van Zuid-Europese landen veranderden niet of nauwelijks, met uitzondering van Frankrijk. Daar steeg de 10-jaars rente met ca. 25 basispunten tot ruim 3,5%, en is daarmee nu de hoogste binnen de eurozone. Rentes op langer lopende staatsobligaties liepen ook licht op, tot bijvoorbeeld 3,3% voor de Duitse 30-jaars rente en ruim 3,4% voor de Nederlandse.

Buiten de eurozone was het beeld op obligatiemarkten wisselend. De Amerikaanse 10-jaars rente bijvoorbeeld daalde licht, van 4,2% naar 4,1%, net als die van o.a. Zwitserland en Nieuw-Zeeland. In het VK steeg de 10-jaars rente juist licht, van 4,5% naar 4,7%, net als bijvoorbeeld in Japan, Australië en China. Vrijwel overal bleven de rentebewegingen beperkt, met uitzondering van Argentinië, waar kapitaalmarktrentes in de tweede helft van het kwartaal scherp opliepen. De dreiging van weer een Argentijnse schuldencrisis lijkt enigszins bezworen, maar de vraag is voor hoe lang.

Bedrijfsobligaties

Europese bedrijfsobligaties profiteerden afgelopen kwartaal van het voortdurende 'risk on'-sentiment op financiële markten. Daarbij presteerden de relatief risicovolle 'high yield-bedrijfsobligaties iets beter dan 'investment grade'-obligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen wereldwijd kunnen terugkijken op een goed tot zeer goed verlopen derde kwartaal van 2025. De best presterende aandelenmarkten waren terug te vinden in Azië, met kwartaalrendementen van ruim 10% voor aandelenbeurzen in o.a. Japan, China, Hong Kong en Taiwan. Ook kleinere opkomende markten in Azië, zoals Indonesië, Thailand, Vietnam en Pakistan presteerden bijzonder goed, met kwartaalrendementen variërend van 15% tot 30%. De enige uitzondering was India, waar de aandelenbeurs daalde met ruim 5% (in euro's gemeten).

In Europa en de VS waren de koersstijgingen minder uitgesproken, maar alsnog overwegend positief. Op Europese aandelenbeurzen liepen de kwartaalrendementen uiteen van rond 0% in Duitsland tot 8-10% in Spanje en Italië. De EuroStoxx50-index kwam daarmee uit op een kwartaalrendement van ca. 5%. Daarmee bleef Europa iets achter bij de VS, waar de S&P500-index met ca. 7% steeg (in euro's gemeten). Daarbij viel vooral het verschil op tussen de 'technologie'-index Nasdaq, die met ruim 10% steeg, en de meer 'traditionele industrie'-index Dow Jones, die met zo'n 3% steeg.

Beursgenoteerd vastgoed

Europees beursgenoteerd vastgoed was in het tweede kwartaal van 2025 nog een van de best presterende beleggingscategorieën, met een kwartaalrendement van ruim 8%, maar in het derde kwartaal juist de slechtst presterende, met een kwartaalrendement van -5%.

Marktvooruitzichten

In onze TAA-visie begonnen we het derde kwartaal van 2025 met een beperkte 'risk off'-positionering, via een lichte onderweging van aandelen en een lichte overweging van cash. In de loop van het kwartaal zijn we naar een neutrale visie op alle beleggingscategorieën gegaan. Voor het vierde kwartaal handhaven we deze tactische visie.

Ondanks het onzekere macro-economische en geopolitieke klimaat, blijven financiële markten nog altijd optimistisch gestemd. Dit vertaalde zich ook afgelopen kwartaal weer in positieve rendementen op aandelen, bedrijfsobligaties en andere relatief risicovolle beleggingscategorieën, terwijl 'veilige' staatsobligaties beduidend minder in trek waren. De keerzijde van het positieve sentiment op financiële markten is dat risicovolle beleggingscategorieën, die in historisch perspectief toch al duur waren, nog duurder zijn geworden. Zeker de waarderingen van 'AI'-gerelateerde beleggingen roepen herinneringen op aan de 'dotcom-bubbel' van eind jaren '90 van de vorige eeuw, maar het is moeilijk in te schatten of op dit moment al sprake is van een 'bubbel' of nog altijd eerder van een 'boom'. Ter vergelijking: eind 1996 sprak voormalig Fed-voorzitter Greenspan al van 'irrational exuberance' op aandelenbeurzen, maar in de drie jaar daarna verdubbelde de Amerikaanse S&P500-index nog eens in waarde, terwijl de Nasdaq-index zelfs verviervoudigde in waarde.

Op dit moment zijn er weinig signalen dat het positieve sentiment op financiële markten snel zal keren, maar de (over-) waardering van aandelen en andere risicovolle beleggingscategorieën maken deze wel kwetsbaar voor eventuele macro-economische tegenslag, negatieve geopolitieke ontwikkelingen of een onverwacht 'risk event'. Daar staat tegenover dat de vooruitzichten voor een traditioneel relatief 'veilige' beleggingscategorie als staatsobligaties ook niet onverdeeld positief zijn, wanneer het inflatiebeeld zich minder gunstig ontwikkelt dan verwacht of bijvoorbeeld de politieke verlamming in Frankrijk en/of het VK tot hogere kapitaalmarktrentes zou leiden.

Staatsobligaties

Rentes op Europese staatsobligaties zijn de afgelopen maanden per saldo nauwelijks veranderd (met uitzondering van Frankrijk en het VK), ondanks alle geopolitieke onrust en macro-economische ontwikkelingen. Met de huidige gematigde economische groei- en inflatievooruitzichten kan dit ook de komende tijd zo blijven. Voor de ECB lijkt er op dit moment weinig aanleiding om rentes verder te verlagen (of te verhogen), zodat ook van daaruit weinig druk op kapitaalmarktrentes valt te verwachten. Onderliggend zijn er wel factoren die de relatieve rust op de Europese obligatiemarkten kunnen verstoren, maar wanneer en in welke richting is niet op voorhand duidelijk. Enerzijds kunnen bijvoorbeeld hogere handelstarieven de groeivooruitzichten voor de eurozone negatief beïnvloeden en daarmee tot lagere rentes leiden, anderzijds kunnen bijvoorbeeld hogere uitgaven aan defensie en infrastructuur de inflatie, en daarmee renteniveaus, opdrijven. Voor beide voorbeelden geldt echter dat deze vooral op een langere termijn spelen, en niet zozeer al de komende maanden.

Voor Amerikaanse kapitaalmarktrentes geldt een enigszins vergelijkbaar verhaal als voor de eurozone, met als belangrijkste verschil dat de beweeglijkheid van rentes de afgelopen tijd daar wel groter is geweest, en dat het risico van oplopende rentes op staatsobligaties in de VS ook groter lijkt dan in de eurozone. Handelstarieven, de zwakke dollar en het naar verwachting verder oplopende begrotingstekort zijn in principe allen inflatoir en kunnen daarmee ook tot hogere kapitaalmarktrentes leiden. Daarbij lijken Amerikaanse staatsobligaties minder in trek bij buitenlandse beleggers, terwijl de financieringsbehoefte van de Amerikaanse overheid juist verder oploopt.

Bedrijfsobligaties

Fundamenteel gezien, bijvoorbeeld voor wat betreft winstmarges en kapitaalratio's, staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk voor. De hogere renteniveaus ten opzichte van een paar jaar geleden hebben wel gezorgd voor licht hogere 'leverage'-niveaus, maar in historisch perspectief zijn deze niet extreem te noemen. Daarnaast zijn 'korte' rentes, die voor de 'credits'-markt meer relevant zijn dan 'lange' rentes, de laatste tijd gedaald. Dit draagt bij aan de relatieve aantrekkelijkheid van bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties.

Laatstgenoemde factor is ook terug te zien in de relatief gunstige ontwikkeling van de 'vraag-aanbod verhoudingen' van bedrijfsobligaties. Bedrijven hebben de laatste tijd relatief veel obligaties uitgegeven, maar de vraag naar deze obligaties was ruim voldoende om het toegenomen aanbod op te vangen. Voor de komende tijd wordt minder aanbod aan nieuwe bedrijfsobligaties verwacht, wat in principe gunstig is voor de verwachte prijsontwikkeling. Een nadeel voor bedrijfsobligaties is wel dat deze in historisch perspectief niet bepaald aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Dit geldt overigens wel meer voor relatief laag 'gerate' (bijv. BBB of lager) dan voor relatief 'veilige' (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties. Per saldo handhaven wij op een drie- tot zesmaands horizon onze neutrale visie op bedrijfsobligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen zijn weer volledig hersteld van de inzinking na 'Liberation Day', maar daarmee is ook de waardering van aandelen weer terug als aandachtspunt. Vooral voor Amerikaanse aandelen geldt dat deze relatief duur zijn in historisch perspectief. Positief is wel dat de winstontwikkeling bij Amerikaanse bedrijven tot nu toe goed op peil is gebleven, maar de vraag is of dit ook zo blijft bij economische tegenwind. Daarbij merken we op dat bedrijfswinsten als percentage van BBP in de VS nooit eerder zo hoog zijn geweest als nu, waardoor de ruimte voor nog hogere bedrijfswinsten beperkt lijkt, ook als het economisch wel goed zou blijven gaan.

Voor Europese aandelen (en andere aandelenregio's) gelden deze aandachtspunten minder. Toch blijven bij de huidige koersniveaus ook Europese aandelen kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten en/of ongunstige (geo-) politieke ontwikkelingen. Vooral de voortdurende dreiging van een handelsoorlog kan het sentiment op aandelenbeurzen opnieuw onder druk zetten.

Beursgenoteerd vastgoed

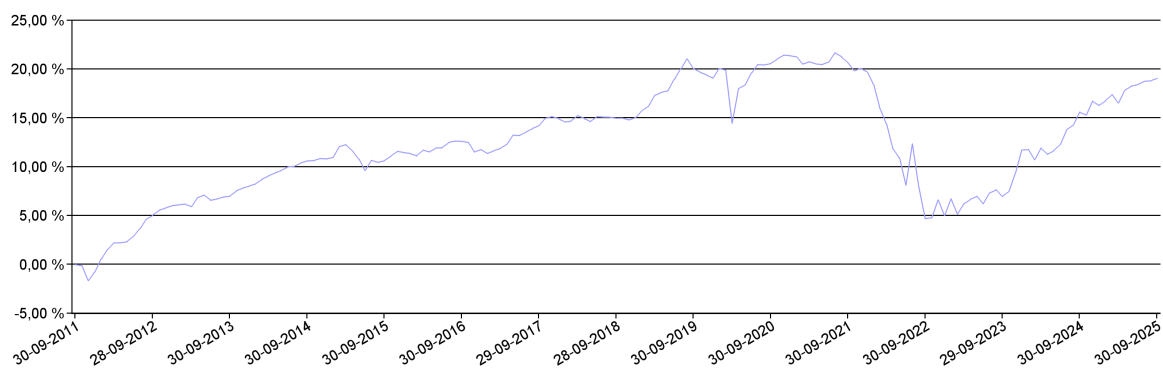
In de periode direct na de aankondiging van Trump's handelstarieven begin april presteerde vastgoed aanzienlijk beter dan de brede Europese aandelenmarkt, maar over afgelopen kwartaal bleef beursgenoteerd juist weer achter. Voor de komende tijd blijft de relatieve onkwetsbaarheid van vastgoed voor een eventuele handelsoorlog een pluspunt, maar mede gezien de onzekere economische vooruitzichten, handhaven wij vooralsnog onze neutrale visie op beursgenoteerd vastgoed.

Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 2% is het risicovrije rendement de afgelopen tijd aanzienlijk gedaald, maar verdere renteverlagingen worden voorlopig niet meer verwacht. Daarmee blijft het rendement op cash redelijk in lijn met de inflatie.

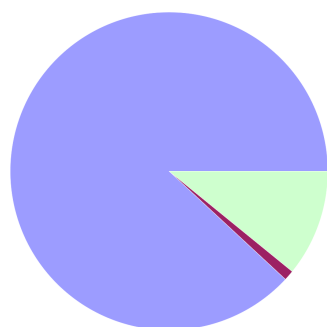
Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
30-09-2025	1,19	0,23%	0,55 %	2,41 %
31-08-2025	1,19	0,03%	0,32 %	2,17 %
31-07-2025	1,19	0,29%	0,29 %	2,14 %

**partial duration naar looptijd**

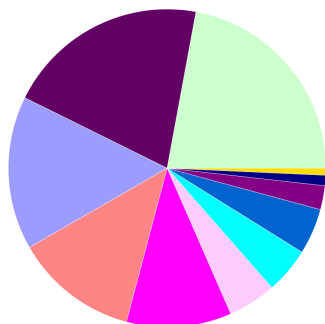
	portefeuille
0 tot 1 jaar	-
1 tot 3 jaar	0,40
3 tot 5 jaar	1,09
5 tot 7 jaar	1,40
7 tot 10 jaar	0,76
10 tot 15 jaar	0,21
15 tot 20 jaar	-
meer dan 20 jaar	-
totaal	3,86

Samenstelling portefeuille



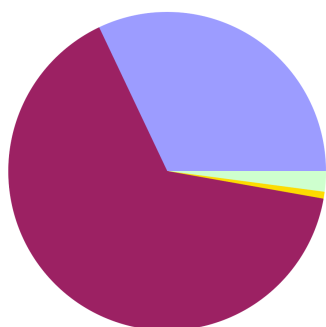
■ Bedrijfsobligaties
■ Gesecuritiseerd / Collateralized
■ Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	88,10%
Semi & Buitenlandse Overheden	10,87%
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,03%



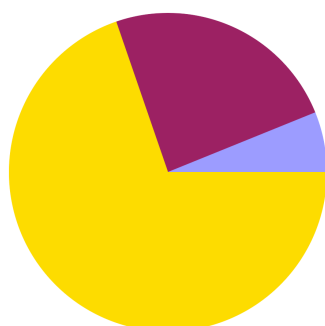
■ Duitsland
■ Zweden
■ Frankrijk
■ Noorwegen
■ Nederland
■ Finland
■ Oostenrijk
■ België
■ Denemarken
■ Supranationalen
■ Overige

landenverdeling	% van de portefeuille
Duitsland	22,09 %
Zweden	20,61 %
Frankrijk	15,60 %
Noorwegen	12,57 %
Nederland	10,70 %
Finland	4,90 %
Oostenrijk	4,68 %
België	4,65 %
Denemarken	2,43 %
Supranationalen	1,06 %
Overige	0,71 %



■ 5 tot 10 jaar
■ 1 tot 5 jaar
■ < 1 jaar
■ 10 tot 20 jaar

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	32,06%
1 tot 5 jaar	65,16%
< 1 jaar	0,70%
10 tot 20 jaar	2,09%



■ AAA
■ AA
■ A

rating	% van de portefeuille
AAA	6,12%
AA	24,17%
A	69,72%
NR	0,00%

Samenstelling portefeuille (vervolg)**sectoren verdeeld naar rating**

	AAA	AA	A	totaal
Bedrijfsobligaties		22,80%	65,30%	88,10 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,03%			1,03 %
Semi & Buitenlandse Overheden	5,08%	1,36%	4,42%	10,87 %
totaal	6,12 %	24,17 %	69,72 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	totaal
België			4,65%	4,65 %
Denemarken			2,43%	2,43 %
Duitsland	1,03%	4,89%	16,17%	22,09 %
Finland			4,90%	4,90 %
Frankrijk			15,60%	15,60 %
Luxemburg		0,71%		0,71 %
Nederland	3,32%	2,41%	4,97%	10,70 %
Noorwegen	0,70%	8,07%	3,80%	12,57 %
Oostenrijk			4,68%	4,68 %
Supranationalen	1,06%			1,06 %
Zweden		8,09%	12,52%	20,61 %
totaal	6,12 %	24,17 %	69,72 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028	4,5%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	4,3%
CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	3,9%
SWEDBANK_3.375%_29/05/2030	3,8%
SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034	3,6%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
DNB BANK	9,8%
LANDESBANK BADENWUERTTEMBERG	7,1%
ABN AMRO BANK	4,9%
NORDEA BANK	4,9%
LANDESBANK HESSENTHUERINGEN GIROZENTRA	4,9%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK 4% 16/01/2031		Oostenrijk		502.699	520.485,00	14.136,99	534.621,99	1,8%	4,3	3,82	A
	EUR	1,0000	500.000	104,1								
AT0000A3HGD0	ERSTE GROUP BANK 3.25% 14/01/2033		Oostenrijk		794.344	799.952,00	18.520,55	818.472,55	2,8%	6,29	5,48	A
	EUR	1,0000	800.000	99,99								
BE0390247162	BELFIUS BANK 3.25% 09/09/2032		België		297.771	300.060,00	587,67	300.647,67	1,0%	6,95	6,12	A
	EUR	1,0000	300.000	100,02								
BE6344187966	BELFIUS BANK 3.875% 12/06/2028		België		497.815	517.365,00	5.892,12	523.257,12	1,8%	2,7	2,53	A
	EUR	1,0000	500.000	103,47								
BE6352762387	BELFIUS BANK 3.625% 11/06/2030		België		499.285	516.875,00	5.561,64	522.436,64	1,8%	4,7	4,24	A
	EUR	1,0000	500.000	103,38								
DE0001346955	RABOBANK 0% 28/10/2026		Nederland		689.581	695.730,20	0,00	695.730,20	2,4%	1,08	1,05	AA
	DEM	1,9558	1.400.000	97,2								
DE000A3825Z1	DZ HYP 2.5% 30/08/2030		Duitsland		299.247	298.986,00	287,67	299.273,67	1,0%	4,92	4,56	AAA
	EUR	1,0000	300.000	99,66								
DE000BHY0GA	LANDESBANK BADEN 0.5% 05/11/2029		Duitsland		825.604	820.413,00	4.068,49	824.481,49	2,8%	4,1	3,93	AA
	EUR	1,0000	900.000	91,16								
DE000BHY0GN	LANDESBANK BADEN 0.375% 25/01/2027		Duitsland		199.634	194.634,00	511,64	195.145,64	0,7%	1,32	1,29	AA
	EUR	1,0000	200.000	97,32								
DE000BHY0GS	LANDESBANK BADEN 1.125% 25/10/2027		Duitsland		558.691	580.596,00	6.306,16	586.902,16	2,0%	2,07	1,98	A
	EUR	1,0000	600.000	96,77								
DE000BLB6JZ6	BAYERISCHE LANDE 4.25% 21/06/2027		Duitsland		207.320	205.970,00	2.375,34	208.345,34	0,7%	1,72	1,64	A
	EUR	1,0000	200.000	102,99								
DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS 10.05% 08/12/2027		Duitsland		617.999	660.303,00	284,79	660.587,79	2,3%	2,19	2,13	A
	EUR	1,0000	700.000	94,33								
DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS 30.4% 17/11/2028		Duitsland		699.517	650.510,00	2.439,45	652.949,45	2,2%	3,13	3,02	A
	EUR	1,0000	700.000	92,93								
DE000LB2CW16	LANDESBANK BADEN 0.375% 21/02/2031		Duitsland		346.910	347.492,00	912,33	348.404,33	1,2%	5,4	5,18	A
	EUR	1,0000	400.000	86,87								
DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN FRN 09/11/2026		Duitsland		99.951	100.453,00	382,93	100.835,93	0,3%	1,11	1,1	A
	EUR	1,0000	100.000	100,45								
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039		Duitsland		99.316	94.009,00	39,38	94.048,38	0,3%	14	11,24	AA
	EUR	1,0000	100.000	94,01								
DE000NWB0AY	NRW 2.5% 13/02/2032		Duitsland		298.404	295.773,00	4.726,03	300.499,03	1,0%	6,38	5,72	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,59								
FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA 0.375% 03/10/2028		Frankrijk		189.160	187.116,00	745,89	187.861,89	0,6%	3,01	2,91	A
	EUR	1,0000	200.000	93,56								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
FR0014005SE7	ALSFR 0.375% 05/10/2031		Frankrijk		99.414	85.058,00	370,89	85.428,89	0,3%	6,02	5,75	A
	EUR	1,0000	100.000	85,06								
FR001400J2V6	BPCE 4.125% 10/07/2028		Frankrijk		0	0,00	0,00	0,00	0,0%	2,78	2,59	A
	EUR	1,0000	0	104,14								
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		498.570	525.115,00	734,59	525.849,59	1,8%	4,97	4,46	A
	EUR	1,0000	500.000	105,02								
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		99.033	98.149,00	113,01	98.262,01	0,3%	12,98	10,07	A
	EUR	1,0000	100.000	98,15								
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk		99.923	100.969,00	4.102,40	105.071,40	0,4%	13,02	9,55	A
	EUR	1,0000	100.000	100,97								
FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE 4.125% 21/11/2028		Frankrijk		1.198.248	1.253.160,00	42.583,56	1.295.743,56	4,5%	3,15	2,84	A
	EUR	1,0000	1.200.000	104,43								
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		99.290	101.903,00	1.332,88	103.235,88	0,4%	5,62	4,99	A
	EUR	1,0000	100.000	101,9								
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk		1.081.952	1.087.592,00	34.005,64	1.121.597,64	3,9%	9,07	7,48	A
	EUR	1,0000	1.100.000	98,87								
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk		986.472	986.690,00	3.452,05	990.142,05	3,4%	6,89	6,1	A
	EUR	1,0000	1.000.000	98,67								
XS2346124410	LANDESBANK HESSE 0.375% 04/06/2029		Duitsland		596.202	548.520,00	733,56	549.253,56	1,9%	3,68	3,55	A
	EUR	1,0000	600.000	91,42								
XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR- 0.25% 09/11/2026		Noorwegen		599.046	586.926,00	1.339,73	588.265,73	2,0%	1,11	1,08	A
	EUR	1,0000	600.000	97,82								
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen		997.480	974.690,00	2.630,14	977.320,14	3,4%	1,3	1,27	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	97,47								
XS2441055998	SBAB BANK 0.5% 08/02/2027		Zweden		595.256	585.960,00	1.931,51	587.891,51	2,0%	1,36	1,32	A
	EUR	1,0000	600.000	97,66								
XS2443893255	NORDEA BANK 1.125% 16/02/2027		Finland		300.224	294.978,00	2.098,97	297.076,97	1,0%	1,38	1,34	A
	EUR	1,0000	300.000	98,33								
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen		199.622	201.624,00	171,23	201.795,23	0,7%	0,98	0,95	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,81								
XS2573569576	DANSKE BANK 4.125% 10/01/2031		Denemarken		652.158	683.306,00	19.393,15	702.699,15	2,4%	4,28	3,8	A
	EUR	1,0000	650.000	105,12								
XS2577054716	LANSFORSKRINGA R 4% 18/01/2027		Zweden		598.068	612.810,00	16.832,88	629.642,88	2,2%	1,3	1,24	A
	EUR	1,0000	600.000	102,14								
XS2579321337	NWB 2.75% 17/12/2029		Nederland		199.700	202.148,00	4.339,73	206.487,73	0,7%	4,22	3,86	AAA
	EUR	1,0000	200.000	101,07								
XS2582195207	LANDESBANK HESSE 4% 04/02/2030		Duitsland		797.348	842.176,00	20.953,42	863.129,42	3,0%	4,35	3,89	A
	EUR	1,0000	800.000	105,27								
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		898.839	929.430,00	19.824,66	949.254,66	3,3%	2,45	2,28	AA
	EUR	1,0000	900.000	103,27								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027				Zweden							
	EUR	1,0000	1.200.000	102,95	1.207.035	1.235.412,00	12.747,95	1.248.159,95	4,3%	1,75	1,67	AA
XS2695039128	BNG BANK 3.5% 27/09/2038				Nederland							
	EUR	1,0000	300.000	101,93	305.925	305.784,00	115,07	305.899,07	1,1%	13	10,34	AAA
XS2767224921	SVENSKA HB 3.75% 15/02/2034				Zweden							
	EUR	1,0000	1.000.000	103,11	994.680	1.031.050,00	23.424,66	1.054.474,66	3,6%	8,38	6,97	A
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030				Zweden							
	EUR	1,0000	1.050.000	102,77	1.060.339	1.079.106,00	12.136,13	1.091.242,13	3,8%	4,66	4,23	AA
XS2888395659	SVENSKA HB 3.25% 27/08/2031				Zweden							
	EUR	1,0000	330.000	100,77	328.911	332.554,20	1.028,42	333.582,62	1,1%	5,91	5,29	A
XS2910610364	ABN AMRO BANK 3% 01/10/2031				Nederland							
	EUR	1,0000	700.000	100,56	696.349	703.948,00	21.000,00	724.948,00	2,5%	6,01	5,27	A
XS2927515598	NORDEA BANK 3% 28/10/2031				Finland							
	EUR	1,0000	900.000	99,44	882.628	894.996,00	25.002,74	919.998,74	3,2%	6,08	5,33	A
XS2932096691	KOMMUNALBANKEN 2.625% 05/11/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	99	199.760	198.002,00	4.746,58	202.748,58	0,7%	6,1	5,43	AAA
XS2950722616	DNB BANK 3% 29/11/2030				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	100,39	199.360	200.778,00	5.030,14	205.808,14	0,7%	4,17	3,77	A
XS2977974927	DNB BANK 3% 15/01/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	100,81	199.350	201.626,00	4.257,53	205.883,53	0,7%	4,3	3,9	AA
XS2980741099	SBAB BANK 3.25% 06/02/2030				Zweden							
	EUR	1,0000	400.000	101,91	401.831	407.628,00	9.009,40	416.637,40	1,4%	4,36	3,94	A
XS3009603831	ABN AMRO BANK 3% 25/02/2031				Nederland							
	EUR	1,0000	400.000	100,7	399.480	402.796,00	7.167,12	409.963,12	1,4%	5,41	4,85	A
XS3019311581	BANQUE ET CAISSE 3.25% 19/03/2031				Luxemburg							
	EUR	1,0000	200.000	101,43	199.346	202.850,00	3.490,41	206.340,41	0,7%	4,47	4,05	AA
XS3030091329	EBRD 2.875% 22/03/2032				Supranationalen							
	EUR	1,0000	300.000	100,53	299.100	301.587,00	4.607,88	306.194,88	1,1%	6,48	5,75	AAA
XS3074473474	DNB BANK 3.125% 20/05/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	300.000	100,43	298.935	301.281,00	3.441,78	304.722,78	1,0%	4,64	4,22	A
XS3083189319	ABN AMRO BANK 2.75% 04/06/2029				Nederland							
	EUR	1,0000	200.000	100,37	199.814	200.736,00	1.793,15	202.529,15	0,7%	3,68	3,43	A
XS3099828355	VOLKSWAGEN BANK 2.75% 19/06/2028				Duitsland							
	EUR	1,0000	200.000	99,71	199.308	199.422,00	1.567,12	200.989,12	0,7%	2,72	2,56	A
XS3099830419	VOLKSWAGEN BANK 3.5% 19/06/2031				Duitsland							
	EUR	1,0000	400.000	100,17	398.808	400.660,00	3.989,04	404.649,04	1,4%	5,72	5,06	A
XS3170346368	NORDEA BANK 3.5% 17/09/2035				Finland							
	EUR	1,0000	200.000	99,94	199.452	199.874,00	268,49	200.142,49	0,7%	9,97	8,28	A
XS3185662676	ABN AMRO BANK 3% 22/09/2032				Nederland							
	EUR	1,0000	100.000	99,51	99.503	99.507,00	73,97	99.580,97	0,3%	6,98	6,2	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS3187827251	NWB 2.75% 24/09/2032		Nederland									
	EUR	1,0000	450.000	99,68	449.379	448.564,50	237,33	448.801,83	1,5%	6,99	6,27	AAA
XS3195124204	VOLKSWAGEN BANK 3.625% 02/10/2032		Duitsland									
	EUR	1,0000	100.000	99,75	99.509	99.752,00	0,00	99.752,00	0,3%	7,01	6,09	A
XS3198655279	LANSFORSAKRINGA R 2.625% 06/10/2028		Zweden									
	EUR	1,0000	600.000	99,86	598.380	599.166,00	0,00	599.166,00	2,1%	3,02	2,86	A
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	162.953	1		162.952,80	0,00	162.952,80	0,6%			NR
eindtotaal						28.697.958,70	389.857,98	29.087.816,68	100,0%	4,43		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal					
Buy, Customer	XBRU	BE0390247162	BELFIUS BANK_3.25%_09/09/2032						
	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	EUR	300.000	99,26	-297.771,00	0,00	-297.771,00	02-09-2025	09-09-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3170346368	NORDEA BANK_3.5%_17/09/2035						
	Unicredit Bank AG Muenchen	EUR	200.000	99,73	-199.452,00	0,00	-199.452,00	08-09-2025	17-09-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3185662676	ABN AMRO BANK_3%_22/09/2032						
	ABN AMRO ADAM	EUR	100.000	99,5	-99.503,00	0,00	-99.503,00	15-09-2025	22-09-2025
Buy, Customer	XFRA	EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
	DZ Bank	EUR	54.000	99,84	-53.915,78	0,00	-53.915,78	08-07-2025	10-07-2025
Buy, Customer	XFRA	EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	15.000	99,86	-14.979,45	0,00	-14.979,45	10-07-2025	14-07-2025
Buy, Customer	XFRA	DE000LB2CW16	LANDESBANK BADEN_0.375%_21/02/2031						
	DZ Bank	EUR	400.000	86,73	-346.910,40	-657,35	-347.567,75	29-07-2025	31-07-2025
Buy, Customer	XHAM	DE000A3825Z1	DZ HYP_2.5%_30/08/2030						
	DZ Bank	EUR	300.000	99,75	-299.247,00	0,00	-299.247,00	10-09-2025	17-09-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3187827251	NWB_2.75%_24/09/2032						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	450.000	99,86	-449.379,00	0,00	-449.379,00	17-09-2025	24-09-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3195124204	VOLKSWAGEN BANK_3.625%_02/10/2032						
	ING Bank N.V.	EUR	300.000	99,51	-298.527,00	0,00	-298.527,00	25-09-2025	02-10-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3198655279	LANSFORSAKRINGAR_2.625%_06/10/2028						
	Danske Bank A/ S	EUR	600.000	99,73	-598.380,00	0,00	-598.380,00	29-09-2025	06-10-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	300.000	99,8	-299.394,00	0,00	-299.394,00	08-08-2025	12-08-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	DZ Bank	EUR	240.000	99,89	-239.729,58	0,00	-239.729,58	26-08-2025	28-08-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	5.000	99,78	-4.989,15	0,00	-4.989,15	27-08-2025	29-08-2025
totaal Buy, Customer					-3.202.177,36	-657,35	-3.202.834,71		
Coupon		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	250,00	07-07-2025	07-07-2025
Coupon		FR001400J2V6	BPCE_4.125%_10/07/2028						
		EUR	0	0	0,00	0,00	20.625,00	10-07-2025	10-07-2025
Coupon		DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026						
		EUR	0	0	0,00	0,00	744,17	11-08-2025	11-08-2025
Coupon		XS2171253912	OP CORP BANK_0.5%_12/08/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.450,00	12-08-2025	12-08-2025
Coupon		FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032						
		EUR	0	0	0,00	0,00	23.589,04	20-08-2025	20-08-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Coupon		DE000BHY0GK6	LANDESBANK BADEN_1.25%_25/08/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.500,00	25-08-2025	25-08-2025
Coupon		XS2888395659	SVENSKA HB_3.25%_27/08/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	10.725,00	27-08-2025	27-08-2025
Coupon		FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	20.625,00	18-09-2025	18-09-2025
Coupon		FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE_3.75%_20/09/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.750,00	20-09-2025	22-09-2025
Coupon		XS2534276808	SPAREBANK 1 SOR_-2.875%_20/09/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.500,00	20-09-2025	22-09-2025
Coupon		XS2534985523	DNB BANK_3.125%_21/09/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.250,00	21-09-2025	21-09-2025
Coupon		DE000NWB0AX6	NRW BANK_2.875%_26/09/2039						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.875,00	26-09-2025	26-09-2025
Coupon		XS2695039128	BNG BANK_3.5%_27/09/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	10.500,00	27-09-2025	29-09-2025
totaal Coupon					0,00	0,00	115.383,21		
Pay Back		EU000A4DMK57	ESM_0%_03/07/2025						
		EUR	13.000	100	13.000,00	0,00	13.000,00	03-07-2025	03-07-2025
Pay Back		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025						
		EUR	200.000	100	200.000,00	0,00	200.000,00	07-07-2025	07-07-2025
Pay Back		EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
		EUR	24.000	100	24.000,00	0,00	24.000,00	08-08-2025	08-08-2025
Pay Back		XS2171253912	OP CORP BANK_0.5%_12/08/2025						
		EUR	290.000	100	290.000,00	0,00	290.000,00	12-08-2025	12-08-2025
Pay Back		DE000BHY0GK6	LANDESBANK BADEN_1.25%_25/08/2025						
		EUR	200.000	100	200.000,00	0,00	200.000,00	25-08-2025	25-08-2025
Pay Back		EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
		EUR	245.000	100	245.000,00	0,00	245.000,00	18-09-2025	18-09-2025
Pay Back		XS2534276808	SPAREBANK 1 SOR_-2.875%_20/09/2025						
		EUR	400.000	100	400.000,00	0,00	400.000,00	20-09-2025	22-09-2025
totaal Pay Back					1.372.000,00	0,00	1.372.000,00		
Sell,Cstmr	MUND	BE6344187966	BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028						
	Societe Generale SA	EUR	300.000	103,37	310.104,00	2.707,19	312.811,19	03-09-2025	05-09-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS3009603831	ABN AMRO BANK_3%_25/02/2031						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	101,32	101.318,00	1.093,15	102.411,15	04-07-2025	08-07-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2993969323	SKANDINAVISKA EN_3%_10/02/2032						
	DZ Bank	EUR	200.000	100,3	200.607,20	2.432,88	203.040,08	04-07-2025	08-07-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal					
Sell,Cstmr	XDUB	XS2478690931	SKANDINAVISKA EN_1.75%_11/11/2026						
	OOLDERS, HEIJN EN VOOG, AMSTERDAM	EUR	280.000	99,45	278.460,00	3.221,92	281.681,92	07-07-2025	09-07-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS3099010020	OP CORP BANK_2.875%_18/06/2030						
	UBS EUROPE SE	EUR	300.000	100,07	300.210,00	1.016,10	301.226,10	29-07-2025	31-07-2025
Sell,Cstmr	XFRA	EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
	DZ Bank	EUR	45.000	99,96	44.980,26	0,00	44.980,26	29-07-2025	31-07-2025
Sell,Cstmr	XLUX	XS3195124204	VOLKSWAGEN BANK_3.625%_02/10/2032						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	200.000	99,59	199.182,00	0,00	199.182,00	26-09-2025	02-10-2025
Sell,Cstmr	XMUN	DE000BYL0BH7	BAYERISCHE LANDE_3.625%_04/08/2032						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	102,5	102.502,00	1.529,45	104.031,45	04-07-2025	08-07-2025
Sell,Cstmr	XMUN	XS2443893255	NORDEA BANK_1.125%_16/02/2027						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	200.000	98,31	196.618,00	1.313,01	197.931,01	15-09-2025	17-09-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400J2V6	BPCE_4.125%_10/07/2028						
	Societe Generale SA	EUR	500.000	104,12	520.605,00	4.690,07	525.295,07	29-09-2025	01-10-2025
Sell,Cstmr	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	300.000	100	299.985,00	0,00	299.985,00	15-09-2025	17-09-2025
Sell,Cstmr	XSTU	FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA_0.375%_03/10/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	93,6	93.595,00	372,95	93.967,95	29-09-2025	01-10-2025
Sell,Cstmr	XWBO	AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK_4%_16/01/2031						
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	100.000	104,87	104.870,00	1.895,89	106.765,89	04-07-2025	08-07-2025
totaal Sell,Cstmr					2.753.036,46	20.272,61	2.773.309,07		
SettDebt		Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	10	1	-9,53	0,00	-9,53	01-07-2025	01-07-2025
SettDebt		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	366	1	-365,55	0,00	-365,55	29-07-2025	29-07-2025
SettDebt		Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	7	1	-6,70	0,00	-6,70	01-08-2025	01-08-2025
SettDebt		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	408	1	-407,97	0,00	-407,97	28-08-2025	28-08-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
SettDebt			Received interest on bank accounts						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	2	1	-1,64	0,00	-1,64	01-09-2025	01-09-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	237	1	-236,51	0,00	-236,51	26-09-2025	26-09-2025
totaal SettDebt					-1.027,90	0,00	-1.027,90		