

Jaarverslag 2018

ASR Property Fund N.V.

a.s.r.
de nederlandse
verzekerings
maatschappij
voor alle
verzekeringen

ASR Property Fund N.V.

Voor meer informatie:
ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V.
Archimedeslaan 10
3584 BA Utrecht

Telefoon: +31 30 257 98 61

www.asrrealestate.nl

Jaarverslag 2018

ASR Property Fund N.V.

Inhoudsopgave

Kerncijfers	2
Jaarverslag	4
Risico's	20
Portefeuilleontwikkeling	29
Resultaatontwikkeling	35
Jaarrekening 2018	43
Balans per 31 december 2018	44
Winst- en verliesrekening	45
Kasstroomoverzicht	46
Toelichting op de jaarrekening	47
Toelichting op de balans per 31 december 2018	59
Toelichting op de winst- en verliesrekening	66
Gebeurtenissen na balansdatum	71
Overige gegevens	72
Statutaire regeling resultaatbestemming	72
Controleverklaring van de accountant	73
Bijlagen	76
Bijlage 1: Fiscale aspecten	76
Bijlage 2: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2018	77
Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2018	78

Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat in procenten

	2018	2017	2016	2015	2014
Fondsresultaat					
Direct resultaat	3,3%	4,2%	3,4%	3,9%	4,4%
Indirect resultaat	-1,6%	7,4%	0,4%	3,6%	5,6%
Fondskosten	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,7%	-1,0%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Totaal fondsresultaat	1,2%	11,1%	3,2%	6,8%	9,0%
Rendement per aandeel					
Uitgekeerd dividend	3,9%	2,8%	3,3%	3,3%	4,7%
Uitgekeerd agio	0,0%	6,1%	2,6%	4,1%	3,9%
Koersrendement	-2,8%	2,3%	-2,7%	0,1%	0,4%
Totaal rendement per aandeel	1,1%	11,2%	3,2%	7,5%	9,0%
Koersverloop (bedragen in €)					
Koers begin periode	34,19	33,42	34,34	34,31	34,14
Fondsresultaat	0,42	3,77	1,10	2,56	3,11
Uitgekeerd agio	0,00	-2,05	-0,89	-1,39	-1,34
Uitgekeerd dividend	-1,37	-0,95	-1,13	-1,14	-1,60
Koers einde periode	33,24	34,19	33,42	34,34	34,31

Resultaat per beleggingscategorie in procenten

	2018	2017	2016	2015	2014
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED					
Direct vastgoed					
Bruto huuropbrengsten	2,5%	5,9%	5,1%	7,1%	7,0%
Exploitatiekosten	-1,3%	-1,0%	-2,3%	-2,3%	-2,0%
Indirect resultaat	2,0%	7,9%	2,6%	-2,7%	-2,3%
Overige baten & lasten	0,2%	0,1%	0,8%	0,0%	0,1%
Totaal direct vastgoed	3,4%	12,9%	6,2%	2,1%	2,8%
Vastgoedfondsen					
Dividend vastgoedfondsen	4,4%	4,7%	4,1%	4,7%	0,0%
Indirect resultaat	5,6%	5,4%	3,1%	1,5%	0,0%
Totaal vastgoedfondsen	10,0%	10,1%	7,2%	6,2%	0,0%
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	7,2%	11,6%	6,5%	2,1%	2,8%
BEURSGENOTEERD VASTGOED					
Dividend	4,0%	3,8%	3,7%	3,0%	3,4%
Indirect resultaat	-10,8%	9,4%	-2,4%	12,1%	19,3%
Totaal beursgenoteerd vastgoed	-6,8%	13,2%	1,3%	15,1%	22,7%

Portefeuilleresultaat in bedragen

	31-12-18	31-12-17	31-12-16	31-12-15	31-12-14
Netto vermogenswaarde fonds	445.473	540.678	528.496	543.077	511.313
Niet-beursgenoteerd vastgoed	242.535	308.604	278.584	293.311	306.259
Beursgenoteerd vastgoed	183.437	196.716	213.007	241.908	200.959
Overige activa	30.657	58.330	39.709	12.062	15.279
Totaal activa fonds	456.629	563.650	531.300	547.281	522.497

Kernresultaten

	2018	2017	2016	2015	2014
Niet-beursgenoteerd vastgoed					
Bruto huuropbrengsten	3.175	10.226	9.417	20.996	21.763
Exploitatiekosten	-1.604	-1.786	-4.323	-6.730	-6.245
Dividend vastgoedfondsen	7.399	6.760	3.458	278	0
Direct resultaat	8.970	15.200	8.552	14.544	15.518
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	11.290	15.108	5.408	-8.433	-7.483
Gerealiseerd waarderingsresultaat	781	6.472	1.925	287	359
Overige baten & lasten	248	183	1.533	61	175
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	21.289	36.963	17.418	6.459	8.569
Beursgenoteerd vastgoed					
Dividend vastgoedaandelen	7.299	7.393	8.399	6.915	6.319
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	-19.908	18.008	-5.290	28.186	35.445
Overige koers- en valutaresultaten	-19	-22	-99	-9	-14
Totaal beursgenoteerd vastgoed	-12.628	25.379	3.010	35.092	41.750
Fondskosten					
Beheerfee	-1.986	-2.221	-2.547	-3.072	-4.606
Administratieve kosten	-251	-260	-257	-256	-255
Overige kosten	-303	-249	-171	-276	-272
Totaal fondskosten	-2.540	-2.730	-2.976	-3.604	-5.133
Financieringsresultaat (netto)	-286	113	-156	-40	-33
Fondsresultaat na belastingen	5.835	59.725	17.296	37.907	45.153

Jaarverslag

De directie biedt hierbij haar jaarverslag aan voor het boekjaar dat geëindigd is op 31 december 2018.

Algemeen

ASR Property Fund N.V. (hierna 'het Fonds') is opgericht op 1 maart 2006 naar Nederlands recht en gevestigd aan de Archimedeslaan 10, 3584 BA in Utrecht. Stichting Administratiekantoor ASR Property Fund is enig aandeelhouder van het Fonds. Eind 2012 heeft het Fonds in samenspraak met haar aandeelhouders de structuur gewijzigd om de verhandelbaarheid te verbeteren. De aandelen in het Fonds zijn ondergebracht in een Stichting Administratiekantoor in ruil voor certificaten. Stichting Administratiekantoor ASR Property Fund heeft twee Certificaathouders, te weten:

- ASR Levensverzekering N.V. (hierna 'ASR Leven')
- Stichting ASR Bewaarder (hierna 'ASR Bewaarder')

Het Fonds heeft als doel om ten behoeve van Certificaathouders vermogen te beleggen in onroerende zaken alsmede hiervan afgeleide financiële instrumenten en vermogenswaarden, op zodanige wijze dat de risico's worden gespreid en aantrekkelijke rendementen kunnen worden behaald. In het beleggingsbeleid van het Fonds is dit vertaald in een doelstelling van een rendement (IRR) van 4% – 6% over meerdere jaren.

Terugblik 2018 en aandachtsgebieden 2019

Het Fonds behaalde over 2018 een rendement van 1,2% na fondskosten samengesteld uit 3,3% direct rendement bedroeg en -1,6% indirect rendement. Het Fonds had in 2018 tevens fondskosten van -0,5% en netto financieringskosten van 0,0%. De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille behaalde een positief rendement van 7,2% en de beursgenoteerde portefeuille -6,8%. Het lagere fondsresultaat ten opzichte van het voorgaande boekjaar kan voor een groot deel worden toegeschreven aan de negatieve waardeontwikkeling van de beursgenoteerde vastgoedportefeuille (zie pagina 60).

In dit jaarverslag worden het fondsrendement en de relatieve performance ten opzichte van de fondsbenchmark nader toegelicht op pagina 41. Ultimo 2018 bestond het Fonds voor 53% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 40% uit beursgenoteerd vastgoed en 7% uit overige activa. In augustus 2018 heeft het Fonds de jaarlijkse dividenuitkeringen aan haar Certificaathouders gedaan, het dividendrendement bedroeg 3,9%.

Gedurende het jaar is de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille conform de fondsstrategie verder afgebouwd. Met name winkel- en kantoorobjecten die eerder als niet-strategisch zijn aangemerkt zijn in 2018 verkocht: Dit betrof de gehele direct vastgoedportefeuille met uitzondering van het winkelobject aan de Lijnbaan in Rotterdam. Het object aan de Lijnbaan in Rotterdam wordt momenteel geherpositioneerd.

Ondanks de relatief grote exposure naar winkelvastgoed in niet-strategisch aangemerkte winkelsteden en aanhoudende zorgen om de toekomst van retailers is het Fonds erin geslaagd om de winkelobjecten minimaal tegen taxatiewaarde te verkopen. De twee resterende kantoorpanden in portefeuille zijn eveneens verkocht tegen prijzen die op of boven de taxatiewaarde lagen. Het aandeel in direct vastgoed is door de succesvolle verkopen teruggebracht van ca. €143 miljoen naar €68 miljoen ultimo 2018. De verkoopopbrengst van de directe vastgoedportefeuille is voornamelijk aangewend voor afbouw van vreemd vermogen, het faciliteren van uitstroom en herbeleggingen in Europees beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Het Fonds belegt een deel van het vermogen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Het ASR Dutch Prime Retail Fund behaalde een positief totaalrendement van 6,6%, bestaande uit 4,8% direct en 1,8% indirect rendement. Het ASR Dutch Mobility Office Fund behaalde op haar beurt een positief totaalrendement van 10,0%, bestaande uit 6,2% direct en 3,8% indirect rendement. Het CBRE Dutch Residential Fund behaalde met 15,7% het hoogste totaalrendement van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in portefeuille, bestaande uit 3,1% direct en 12,7% indirect rendement.

Herstructurering: huidige status en te nemen stappen

Het Fonds is momenteel een NV die de status van een fiscale beleggingsinstelling ('FBI') nastreeft, waarbij de huidige beleggingsportefeuille bestaat uit niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen, direct en beursgenoteerd vastgoed.

Zoals vermeld en toegelicht in de jaarverslagen 2016 en 2017 is in het politieke besluit beleggingsinstellingen (nr. BLBK 2016/99M) besloten de aandeelhoudersvereisten voor FBI's te wijzigen, waardoor het Fonds per 1 januari 2021 haar FBI-status verliest (zie ook pagina 48). Tot voor kort was het bovendien waarschijnlijk dat de FBI-status een jaar eerder verloren zou gaan (1 januari 2020). In het Regeerakkoord 2017 – 2021 werd namelijk aangekondigd dat per 1 januari 2020 de vrijstelling van vennootschapsbelastingaangifte zou komen te vervallen voor FBI's bij het houden van direct vastgoed dan wel fiscaal transparante niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Echter, in oktober 2018 is de voorgenomen kabinetsmaatregel met betrekking tot FBI's alsnog geschrapt. Concreet betekent dit voor het Fonds dat het nog steeds tot 1 januari 2021 heeft alvorens het haar FBI-status verliest.

Door deze ontwikkelingen stond 2018 voornamelijk in het teken van een tweetal hoofdthema's, namelijk het afnemende aandeelhoudersbestand en wijzigingen in wetgeving voor fiscale beleggingsinstellingen. Dit heeft als gevolg gehad dat er in 2018 acute uitstroom van participanten plaatsvond en instroom van kapitaal in het Fonds voor de toekomst onzeker is geworden.

Het fondsteam heeft in 2018 in overleg met de directie en raad van advies van het Fonds meerdere herstructurerings-mogelijkheden onderzocht. In Q3 2018 is een herstructurering van NV met FBI-status naar een Fonds voor Gemene Rekening ('FGR') de meest optimale oplossing gebleken voor de polishouders. Om dagelijkse verhandelbaarheid van certificaten te kunnen blijven faciliteren is in Q4 2018 besloten om de portefeuille van het Fonds volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed. Door te kiezen voor Europees beursgenoteerd vastgoed krijgen polishouders toegang tot de Europese vastgoedmarkt en aantrekkelijke dividendrendementen. Beursgenoteerd vastgoed is vergeleken met niet-beursgenoteerd vastgoed echter gevoeliger voor beurs sentimenten, waardoor rendementen meer kunnen fluctueren. Door de liquide aard van Europees beursgenoteerd vastgoed in combinatie met de mogelijkheid van een FGR om participaties zelfstandig in te kopen en in te trekken zou in de toekomstige liquiditeitsbehoefte kunnen worden voorzien.

In 2019 zullen concrete stappen worden genomen die het mogelijk moeten maken dat het Fonds per januari 2020 wordt omgezet naar een FGR met een Europees beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Tot deze stappen behoren o.a. het opstellen en/of aanpassen van fondsdocumentatie, het aanpassen van de governance van het Fonds en het afbouwen de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Een belangrijke voorwaarde voor de herstructurering is het volledig hebben afgebouwd van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille om voldoende liquiditeiten beschikbaar te hebben voor de uit tredende participanten en op het moment van omzetting geen grondslag voor de overdrachtsbelasting in het Fonds aanwezig te hebben. In het beleggingsbeleidsplan over 2019 – 2021 is voorschot genomen op de beoogde situatie vanaf januari 2020. Om de beoogde herstructurering in 2019 optimaal te faciliteren, is in een directie overleg van het Fonds besloten tot wijziging van het beleggingsbeleid. Het Fonds kan op basis van het gewijzigde beleggingsbeleid beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 0% - 65%) en beleggen in beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 35% - 100%). De strategie van de Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille zal in 2019 ongewijzigd blijven. Dit houdt in dat het Fonds ook in 2019 een beperkt valutarisico zal lopen door de exposure naar het Britse pond, Zwitserse frank en Zweedse kroon. Het fondsteam zal de strategie voor de beursgenoteerde vastgoedportefeuille gedurende 2019 herijken en hierover adviseren aan de directie en raad van advies van het Fonds.

Naast de directe vastgoedportefeuille zal in 2019 de portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden afgebouwd. De verkoopopbrengst zal worden aangewend om uitstroom van het Fonds te faciliteren en het nieuwe beleggingsbeleid invulling te geven. Een eerste concrete stap van het nieuwe beleggingsbeleid is het in 2018 genomen besluit om het CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES') per januari 2019 te verkopen. Het Fonds participeert sinds april 2017 in CBRE DRES en zal bij verkoop van haar belang in januari 2019 een totaal rendement van 29,5% hebben gerealiseerd sinds toetreding. Momenteel is het Fonds in gesprek met de beheerder van de overige niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in portefeuille over de strategische wijzigingen van het Fonds. Dit betreft de volgende fondsen:

- ASR Dutch Prime Retail Fund ('ASR DPRF');
- ASR Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF');
- ASR Dutch Core Residential Fund ('ASR DCRF').

Bij ASR DCRF geldt dat het Fonds in 2017 een overeenstemming heeft bereikt om, naar verwachting, in 2020 toe treden voor maximaal €30 miljoen, bij oplevering Coolsingel te Rotterdam aan ASR DCRF. Als gevolg van de herstructurering van het Fonds naar een FGR met een Europees beursgenoteerde vastgoedportefeuille zal in 2019 in overleg worden getreden met ASR DCRF over het beëindigen van deze overeenkomst.

In het kader van het veranderde beleggingsbeleid en -portefeuille is onderzocht welke benchmark het meest zal passen bij het Fonds. De huidige benchmark van het Fonds zal met name gedurende 2019 (transitieperiode) steeds minder passen bij het beleggingsbeleid en -portefeuille.

De huidige fondsbenchmark bestaat voor 65% uit een index van MSCI/IPD Nederland voor de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en een index afkomstig van EPRA voor de beursgenoteerde portefeuille. Gedurende transitieperiode zal, conform aangepast beleggingsbeleid zoals toegelicht op pagina 5, de portefeuille en de hieruit voortkomende performance steeds verder afwijken van de huidige fondsbenchmark door de afbouw van het niet-beursgenoteerde segment. In december 2018 is er door de directie, als onderdeel van het beleggingsbeleidsplan, een nieuw benchmarkvoorstel goedgekeurd en heeft het een positief advies ontvangen van de raad van advies. De benchmark zal per 1 januari 2019 worden doorgevoerd in de rapportage van het Fonds.

De nieuwe benchmark is net als de huidige benchmark opgebouwd uit twee delen. Voor het beursgenoteerde vastgoed zullen er in 2019 geen wijzigingen plaatsvinden. Voor het niet-beursgenoteerde vastgoed zal een nieuwe benchmark worden gehanteerd die net als de huidige benchmark afkomstig is van MSCI/IPD Nederland.

In de huidige benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed is rekening gehouden met beoogde gewichten per sector conform het strategisch plan van het Fonds. In de nieuwe benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed zullen de gewichten per sector maandelijks worden aangepast met de actuele sectorgewichten van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille van het Fonds. Ondanks deze aanpassingen kan de portefeuillete transitie een negatieve invloed hebben op de relatieve performance van 2019, door de afbouw van het niet-beursgenoteerde segment.

Naast het beleggingsbeleidsplan heeft het Fonds opnieuw diens duurzaamheidsbeleid geformaliseerd en gepubliceerd. In het duurzaamheidsbeleid zijn voor de vastgoedportefeuille doelstellingen geformuleerd op het gebied van People, Planet en Profit. Periodiek wordt gerapporteerd over de voortgang op de diverse doelstellingen. De MVO-prestaties worden jaarlijks gemeten en transparant gemaakt in de Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). GRESB is een onafhankelijke, wetenschappelijke benchmark die het duurzaamheidsbeleid en de uitvoering daarvan bij vastgoedfondsen en -portefeuilles wereldwijd beoordeelt. In 2018 is het Fonds benoemd tot Green Star.

De raad van advies kwam in 2018 viermaal bijeen, de directie kwam twaalfmaal bijeen. Onder andere de volgende onderwerpen werden behandeld tijdens de vergaderingen:

- Jaarverslag 2017 en halfjaarbericht 2018
- Dividendvoorstel 2018
- Beleggingsbeleidsplan 2018 – 2020 en 2019 – 2021
- Kabinetsmaatregelen inzake fiscale beleggingsinstellingen
- Toekomstscenario's
- Duurzaamheidsbeleid
- Herstructurering
- Fiscale restricties
- Inkoop eigen aandelen
- Verkoopvoorstellen direct vastgoed
- Verkoop CBRE Dutch Residential Fund
- Europees beursgenoteerd vastgoed
- Review dienstverlening uitbestedingspartijen

Strategie van het Fonds

Het Fonds streeft ernaar, conform het meest recente beleggingsbeleidsplan, om 35% – 100% van alle activa te beleggen in Europees beursgenoteerd vastgoed. Het niet-beursgenoteerde vastgoed zal volledig worden afgebouwd.

Particuliere beleggers kunnen enkel beleggen in het Fonds via polissen van a.s.r. De portefeuille beursgenoteerde vastgoedaandelen bestaat uit Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Door te kiezen voor Europees beursgenoteerd vastgoed krijgen beleggers toegang tot de Europese vastgoedmarkt, aantrekkelijke dividendrendementen en liquiditeit. Beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen door hun liquiditeit de flexibiliteit bieden om bijvoorbeeld op de kortere termijn op ontwikkelingen in te spelen.

De gehele portefeuille wordt in 2019 afgezet tegen een benchmark bestaande uit de MSCI IPD index voor niet-beursgenoteerd vastgoed en de EPRA (liquid 40) index voor beursgenoteerd vastgoed. De benchmark voor beursgenoteerde vastgoedaandelen is sinds januari 2013 als volgt samengesteld:

- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped.
- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 ex UK Capped.

Deze benchmark had in 2018 dezelfde strategische verdeling als de portefeuille (65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% beursgenoteerd vastgoed). In het kader van de veranderende niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en het nieuwe beleid wordt per 1 januari 2019 een nieuwe benchmark doorgevoerd. Hierbij zal de benchmark fluctueren conform de actuele portefeuilverdeling tussen beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed.

In het huidige beleid legt het Fonds haar focus op liquiditeit en voldoende spreiding binnen de gehele portefeuille. Daarom heeft de asset manager van de beursgenoteerde vastgoedaandelen een beperkte mogelijkheid gekregen om af te wijken van de benchmark (tracking error van maximaal 1,2%) waartegen de resultaten van deze deelportefeuille worden afgemeten.

Het Fonds maakt geen gebruik van derivaten en beschikt over een rekening-courant faciliteit bij ABN AMRO Bank N.V. Deze faciliteit maakt het mogelijk tijdelijke financieringsbehoefte op te vangen. Medio 2018 is eenmaal gebruik gemaakt van de beschikbare rekening-courant faciliteit. Op 31 december 2018 heeft een aanpassing plaatsgevonden op het bestaande rekening courantkrediet bij ABN AMRO Bank N.V. De maximale omvang is verlaagd van €25 miljoen naar €12,5 miljoen.

Het Fonds verricht geen activiteiten op het gebied van onderzoek en ontwikkeling.

Structuur van het Fonds

Het Fonds heeft geen personeel in dienst. ASR vastgoedvermogensbeheer B.V. (a.s.r. real estate) is aangesteld als manager van het Fonds. Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan AXA Investment Managers (hierna 'AXA'). De administratie van vastgoedaandelen is uitbesteed aan Caceis Netherlands N.V. BNP Paribas Securities Services S.C.A. is aangesteld als AIF-Depositary van het Fonds en als custodian van de vastgoedaandelen. Zij is onder meer belast met de bewaking van de kasstromen alsmede de bewaring van de effecten in de beleggingsportefeuille van het Fonds.

Manager

a.s.r. real estate heeft veel ervaring in vastgoedvermogensbeheer en het aansturen van managers van niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed. a.s.r. real estate belegt daarnaast actief in onder meer winkels, woningen, kantoren en agrarisch vastgoed.

a.s.r. real estate is tevens property en asset manager en speelt een actieve rol bij het beheer van vastgoedobjecten. a.s.r. real estate beschikt over alle kennis en deskundigheid die nodig is voor de verhuur, onderhoud en kwalitatieve verbetering van vastgoedobjecten.

AIFMD rapportage – Fonds restricties

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft a.s.r. real estate de AIFM-vergunning verstrekt. Als gevolg hiervan is het Fonds verplicht uitgebreid te rapporteren over risico's en restricties. De manager van het Fonds rapporteert elk kwartaal aan de DNB over resultaten en risico's. De (financiële) restricties waaraan het Fonds dient te voldoen zijn onder meer de volgende:

- De strategische verhouding tussen het niet-beursgenoteerd en het beursgenoteerd vastgoed bedraagt 65% - 35%, met een bandbreedte van 15%-punt plus en 15%-punt minus.
- De maximale financiering met vreemd vermogen mag bedragen:
 - 60% van de fiscale boekwaarde van het direct vastgoed.
 - 20% van de boekwaarde van overige bezittingen.
- Beleggingen alleen in vastgoed en vastgoed gerelateerde producten.
- Beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed buiten Nederland en beursgenoteerde vastgoedaandelen buiten Europa zijn uitgesloten.

Gedurende 2018 voldeed het Fonds aan deze restricties.

Om de beoogde herstructurering in 2019 optimaal te faciliteren, is in een directie overleg van het Fonds en na een aandeelhoudersbesluit besloten tot wijziging van het beleggingsbeleid. Het Fonds kan op basis van het gewijzigde beleggingsbeleid:

- beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 0% - 65%);
- beleggen in Beursgenoteerde Vastgoedaandelen (bandbreedte: 35% - 100%).

Bewaarder

Custodian

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om voor de door haar beheerde fondsen een custodian aan te stellen. Voor het Fonds betreft dit BNP Paribas Securities Services S.C.A. (BNP). BNP is op grond van wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen bevoegd om toezicht uit te oefenen op vastgoedvermogensfondsen.

Verantwoordelijkheden van BNP als Custodian voor beursgenoteerd vastgoed betreft:

- Het bewaren van beursgenoteerd vastgoed
- Het settlen van transacties in beursgenoteerd vastgoed
- Het uitvoeren van corporate actions
- Tax reclaims/Tax pac
- Proxy voting in de vergaderingen van beursgenoteerd vastgoed
- Cash management orders boeken, andere valuta.

Bewaarder

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om een bewaarder aan te stellen. Voor het Fonds betreft dit ook BNP Paribas Securities Services S.C.A. (BNP). BNP is op grond van wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen bevoegd om toezicht uit te oefenen op vastgoedvermogensfondsen. De bewaarder heeft over 2018 toezicht gehouden en verklaart het volgende:

Overwegende:

- BNP Paribas Securities Services ('de bewaarder') is aangesteld om op te treden als bewaarder van ASR Property Fund N.V. uit hoofde van artikel 21(1) van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (2011/61/EU) ('AIFM Richtlijn').
- De aanstelling van de bewaarder en de gemeenschappelijke rechten en plichten van de beheerder en de bewaarder zijn overeengekomen in de bewaarovereenkomst d.d. 05-05-2015 (amendment 09-02-2016) die tussen deze partijen is gesloten, en de daarbij behorende bijlagen (de 'bewaarovereenkomst').
- De bewaarder verstrekt deze verklaring uitsluitend aan de beheerder in kader van de door de beheerder uitgevoerde activiteiten en heeft betrekking op de periode van 1 januari 2018 tot en met 31 december 2018 ('de verslagperiode').

Verantwoordelijkheden van BNP als bewaarder

De bewaarder treedt op als bewaarder zoals gedefinieerd in de AIFM Richtlijn en voert haar taken uit in overeenstemming met de AIFM Richtlijn, de gedelegeerde verordening, relevante Nederlands wet- en regelgeving en richtlijnen die uitgevaardigd zijn door de European Securities and Markets Authority en de Autoriteit Financiële Markten (de 'regelgeving'). De verantwoordelijkheden van de bewaarder zijn beschreven in de bewaarovereenkomst en omvatten, naast het in bewaarneming nemen van financiële instrumenten en de bewaarnemingstaken in verband met eigendomsverificatie en het bijhouden van een register van overige activa (zoals gedefinieerd in artikel 21(8) AIFM Richtlijn, ook een aantal monitorings- en toezichtstaken (zoals gedefinieerd in artikel 21(7) en 21(9) AIFM Richtlijn), te weten:

- Monitoring van de kasstromen, waaronder het identificeren van significante en inconsistente kasstromen en het reconciliëren van de kasstromen met de administratie van het Fonds.
- Het zorgdragen dat de uitvoering van uitgifte, inkoop, intrekking en waardering van participaties van het Fonds in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving.
- Het zorgdragen dat de tegenwaarde van transacties die betrekking hebben op de activa van het Fonds tijdig aan het Fonds wordt overgemaakt.
- Het controleren dat de opbrengsten van het Fonds de bestemming krijgen die in overeenstemming is met de fondsvoorwaarden en de toepasselijke wet- en regelgeving.
- Het controleren of de beheerder zich houdt aan de in de fondsdocumentatie vastgestelde beleggingsbeperkingen en hefboomfinancieringslimieten.

Verklaring van de bewaarder

De bewaarder heeft die activiteiten uitgevoerd gedurende de verslagperiode die nodig zijn geacht om aan zijn verantwoordelijkheden te voldoen als bewaarder van het Fonds. De bewaarder heeft, op basis van de aan hem beschikbaar gestelde informatie en de door de beheerder verstrekte verklaringen, niet vastgesteld dat de beheerder zijn taken die onderworpen zijn aan de monitorings- en toezichtstaken van de bewaarder, niet heeft uitgevoerd in lijn met de regelgeving en fondsdocumentatie.

Overig

Aan deze verklaring kunnen geen rechten worden ontleend, anders dan de rechten en plichten die zijn omschreven in de regelgeving. Deze verklaring is niet bedoeld om enige rechten te creëren voor individuen of entiteiten die geen partij zijn bij de bewaarovereenkomst.

Governance

De directie van het Fonds bestaat conform de statuten uit tenminste twee directeuren. Zij zijn voor onbepaalde tijd benoemd door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders. De huidige directie van het Fonds wordt gevormd door de heer D. Gort en de heer M.R. Lavooi. De heer Lavooi zit sinds 21 december 2006 in de directie, de heer Gort is per 1 januari 2008 in functie getreden. Beide directeuren zijn gezamenlijk bevoegd het Fonds te vertegenwoordigen.

De directie neemt besluiten op basis van een volstreekte meerderheid van het in totaal door alle directeuren uit te brengen aantal stemmen. De directie komt maandelijks bijeen in een directieoverleg waarbij ook de fund manager, fund controller en fiscalisten en/of juristen aanwezig zijn. Besluiten die leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap, moeten vooraf worden goedgekeurd door de Algemene Vergadering van Aandeelhouders.

In het kader van AIFMD is een Raad van Advies voor het Fonds aangesteld. Deze Raad van Advies is ingesteld door de directie van het Fonds en heeft per deze datum de volgende drie leden:

- mevrouw F.R.M. Rieter (namens ASR Levensverzekering N.V.)
- de heer J.Th.M. Julicher (namens ASR Levensverzekering N.V.)
- de heer J. Mensonides (onafhankelijk extern lid)

De Raad van Advies voldoet hiermee aan het streefcijfer man/vrouw aangezien tenminste 30% van de natuurlijke personen man is en tenminste 30% vrouw. De directie bestaat uit twee mannen. Hiermee voldoet het Fonds niet aan het streefcijfer. Bij de eerstvolgende vacature in de directie zal rekening gehouden worden met het streefcijfer en gekeken worden welke persoon op dat moment het best bij de vereiste kwalificaties past.

De Raad van Advies richt zich op het adviseren inzake de beleggingsstrategie en inzake de overeenkomst met de manager. De Raad van Advies komt minimaal 4 keer per jaar bijeen. De directie van het Fonds vraagt in ieder geval het advies van de Raad van Advies ten aanzien van elk voorgenomen besluit omtrent:

- De strategie en de risico's verbonden aan de beleggingsactiviteiten en de opzet en werking van de interne risicobeheersings- en controlesystemen.
- Investerings of het nemen van een deelneming in één onderliggend beleggingsfonds ter waarde van ten minste 20% van de intrinsieke waarde van het Fonds.
- Desinvesteringen ter waarde van ten minste 20% van de intrinsieke waarde van het Fonds op het moment van de besluitvorming daaromtrent.
- Een voorstel tot wijziging van de statuten.
- Een voorstel tot ontbinding van het Fonds.
- Het halfjaarbericht van het Fonds.
- Het jaarverslag van het Fonds.
- Het benoemen van de accountant voor het Fonds.
- Het benoemen van de custodian voor het Fonds.

Als onderdeel van de op pagina 5 beschreven voorgenomen herstructurering zal de governance van het Fonds gewijzigd kunnen worden.

Duurzaamheid

Het Fonds streeft naar een beleggingsportefeuille met lange termijnwaarde. Lange termijnwaarde kan ontstaan op duurzaam aantrekkelijke locaties voor huurders en gebruikers, of op locaties die de potentie hebben om een aantrekkelijke plek te worden. Op die locaties bevinden zich winkels, kantoren of woningen of andere type vastgoed die voldoen aan de huidige en toekomstige wensen van de huurder of gebruiker. Dit zijn winkels in de nabijheid van de woonomgeving voor de dagelijkse boodschappen en winkels in historische binnensteden met een goede belevingswaarde voor een dagje uit en het doen van niet-dagelijkse aankopen. Duurzame woningen zijn comfortabele woningen met lage energielasten en met een aangenaam en gezond binnenklimaat die voldoen aan de (toekomstige) wensen van de woonconsument. En woningen die in een blijvend hoog gewaardeerde woonomgeving liggen. Net als bij woningen is een duurzaam kantoor aantrekkelijk vanwege lage energielasten en een optimaal binnen klimaat voor de huurders en bezoekers.





Duurzaam vastgoed is een aantrekkelijk pand. Aantrekkelijk voor de huurder door de lage energielasten, het prettige binnenklimaat en de gezonde omgeving voor het personeel. Voor de gebruiker is een duurzaam pand aantrekkelijk door het comfort tijdens het bezoek. De belegger vindt duurzaam vastgoed aantrekkelijk door zijn betere verkoopbaarheid en de vermindering van de beleggingsrisico's. Duurzaam bezit zorgt voor continuïteit en stabiliteit voor de belegger. Ten slotte is duurzaam vastgoed minder belastend voor het milieu door een lager energieverbruik en het spaarzaam gebruik van schaarse productiemiddelen of grondstoffen.

Strategische doelstellingen 2018-2020

Het MVO-beleid van het Fonds is gebaseerd op de vier P's. Die vier P's zijn: Property, Partners, Planet en People. Bij elke P horen strategische doelstellingen. Die staan in onderstaande tabel per P vermeld. De strategische doelstellingen zijn vertaald naar jaardoelstellingen. Er is feitelijk nog een vijfde P: Profit. Deze ziet het Fonds als vanzelfsprekende randvoorwaarde. Onderstaande doelstellingen wil het Fonds uiterlijk in 2021 bereikt hebben. In veel gevallen lukt dat al eerder. Bovendien zijn de meeste strategische doelstellingen structureel van aard.

De belangrijkste doelstelling is om de portefeuille op diverse manieren verder te verduurzamen. Dat doet het Fonds door te investeren in duurzame (niet)-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed op logische momenten te verduurzamen. Het Fonds is ervan overtuigd dat duurzaam vastgoed zorgt voor een aantrekkelijke propositie voor huurders en gebruikers.

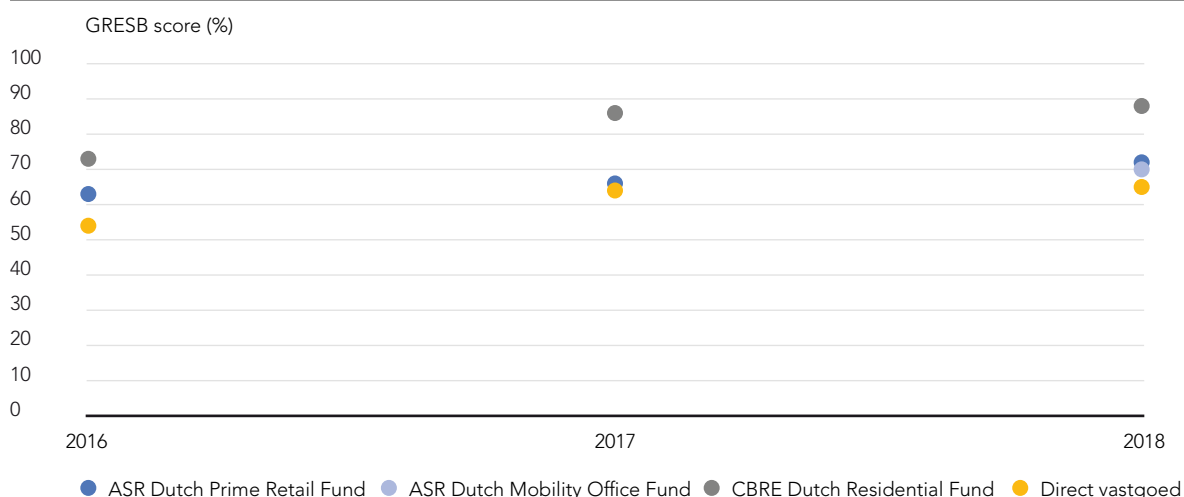
Strategische doelstellingen 2018-2020

Property	Partners	Planet	People
			
Duurzame portefeuille	Duurzame partners in langetermijnrelaties	Bijdrage aan milieu en maatschappij	Blijvend inzetbare medewerkers
<ul style="list-style-type: none"> • Verbetering energielabels van de directe vastgoedportefeuille • Minimale Green Star GRESB score met drie van de vijf sterren voor niet-beursgenoteerd vastgoed • Minimale ESG score van 75 met een coverage ratio van 95% voor beursgenoteerd vastgoed 	<ul style="list-style-type: none"> • Optimale betrokkenheid ketenpartners • Voortdurende toetsing op MVO-eisen en doelstellingen • Nieuwe huurcontracten 100% green lease 	<ul style="list-style-type: none"> • Analyse energy performance beursgenoteerd vastgoed • Investeren in gebieden • Bijdragen aan de ontwikkeling van studenten 	<ul style="list-style-type: none"> • Persoonlijke ontwikkeling medewerkers • Geïnformeerde en betrokken medewerkers • Medewerkers-tevredenheid > 80% • Optimale organisatorische inbedding

Als gevolg van de combinatie van uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren. Om dagelijkse liquiditeit te kunnen faciliteren is het voornemen om de portefeuille van het Fonds voor eind 2019 volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed.

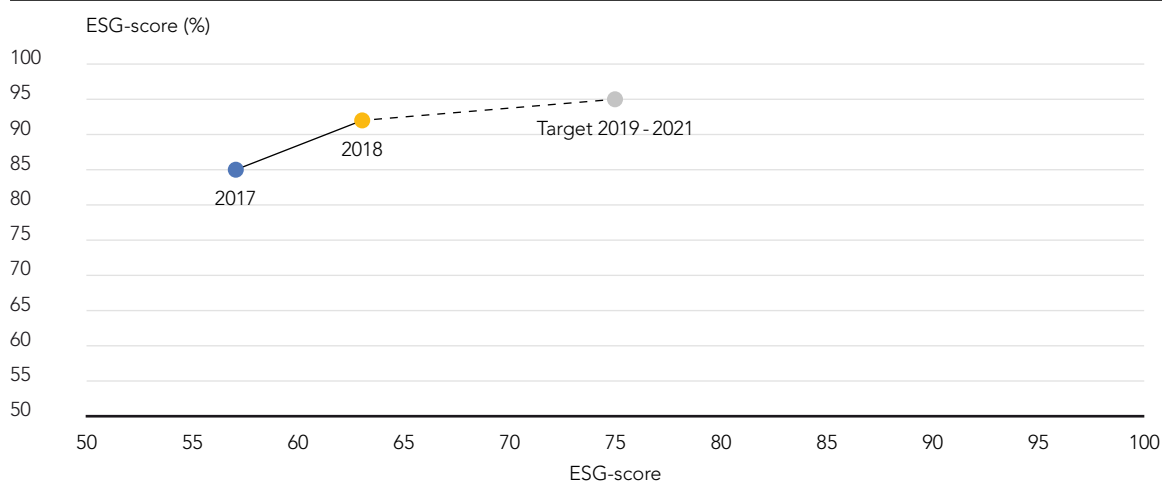
Door deze transitie wordt er geen direct vastgoed meer aangekocht en bestaat de portefeuille nog uit één vastgoedproject, de Lijnbaan te Rotterdam. Op het moment vindt er een herpositionering plaats van dit object welke in 2019 zal worden afgerond. Doel is dat de energie labels door deze herpositionering aanzienlijk verbeterd zullen worden.

GRESB score per fonds



Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan AXA Investment Managers (hierna 'AXA'). Binnen het selectieproces van beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt duurzaamheid als belangrijk onderdeel beschouwd. De doelstelling van AXA is bedrijven te identificeren die middels verduurzaming waarde creëren op de lange termijn. De bedrijven worden beoordeeld op onderwerpen als compliance met milieunormen in gebouwen, energie-efficiëntie, openbaar vervoer faciliteiten en waterverbruik.

ESG-score beursgenoteerd vastgoed



Waardering van direct vastgoed

De manager participeert met het vastgoed van het Fonds in de MSCI IPD index, zowel aan de kwartaalindex als de jaarindex. Deelname aan de index schrijft voor dat al het vastgoed ten minste jaarlijks wordt getaxeerd conform voorgeschreven richtlijnen inclusief de 28 aanbevelingen van IVBN inzake taxaties. Het vastgoed van het Fonds wordt vier keer per jaar getaxeerd door meerdere onafhankelijke, externe taxatiebureaus. Eén keer per jaar conform de MSCI IPD richtlijnen en drie keer per jaar door middel van marktupdates (desktop taxaties). Voorts wordt per drie jaar gewisseld van taxateurs. Hiermee wordt de visie van externe experts op de portefeuille regelmatig ververs. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar portefeuille marktconform is vastgesteld.

Marktontwikkelingen

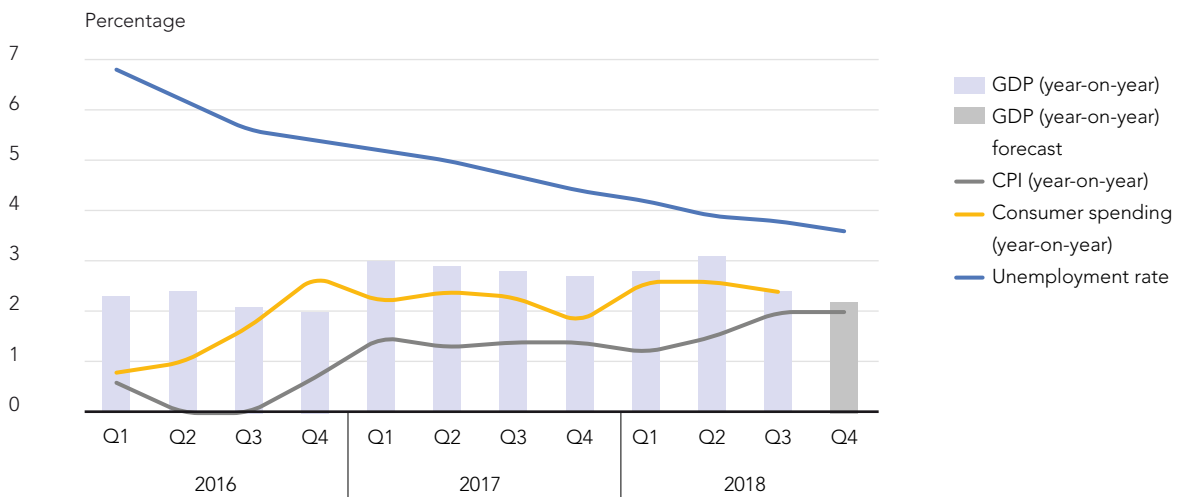
Economische ontwikkelingen

BBP-groei Reële jaarmutatatie Kwartaal III 2018 2,4%	Consumentenprijzen Gemiddelde jaarinflatie (CPI) 2018 1,6%	Consumentenvertrouwen Antwoordensaldo (jaarmutatatie) ultimo 2018 +9 (- 16)
Werkloosheid ILO unemployment rate 2018 Q4 3,6%	Consumptie huishoudens Gemiddelde volumemutatatie (j-o-j) jan t/m nov 2018 2,5%	Producentenvertrouwen Average balance (y-o-y change) 2018 December +7,5 (- 1,4)

Bron: CBS, 2019.

In 2018 gaat het de Nederlandse economie voor de wind. De economie blijft groeien en is in hoogconjunctuur. Liefst 19 kwartalen op rij is een toename van het bruto binnenlands product (bbp) genoteerd, de totale groei op jaarbasis bedroeg in het derde kwartaal (meest recent) 2,4% (CBS, 2018). De groei werd breed gedragen en veel sectoren profiteerden mee. De omliggende landen kenden ook een positieve economische groei, maar kleiner dan de Nederlandse. De groei van het bbp van de eurozone bedroeg 1,6% op jaarbasis in het derde kwartaal van 2018 (Eurostat, 2019). De economische omstandigheden voor de vastgoedmarkten waren dus gunstig gestemd.

Economische indicatoren Nederlandse economie



CBS, Consensus Forecast, 2019

Door de groeiende economie vonden meer Nederlanders een nieuwe baan: Het aantal mensen tussen de 15 en de 75 jaar met betaald werk lag in 2018 gemiddeld 130.000 hoger dan in 2017. Het aantal werklozen nam af met ongeveer 64.000, tot circa 330.000 in december 2018. Volgens de definitie van de International Labour Organisation (ILO) nam de werkloosheid in Nederland af tot 3,6% (CBS, 2019). Dat is een lager percentage dan de meeste andere Europese landen.

De Nederlandse inflatie kwam in 2018 uit op 1,6%. Met name in het eerste halfjaar werd het prijsniveau behoorlijk gedrukt door dalende brandstofprijzen. Wel is de inflatie hoger uitgevallen dan in de jaren 2014 tot en met 2017 (respectievelijk 1,0%, 0,6%, 0,3% en 1,4%). Het prijsniveau in de eurozone steeg met 1,7% (Eurostat, 2019).

De consumptie door Nederlandse huishoudens is in 2018 gegroeid met 2,5%. Deze groei in consumentenuitgaven viel ongeveer gelijk uit voor voedingsmiddelen, duurzame goederen en diensten (CBS, 2019). De stemming onder consumenten, die anderhalf jaar lang uitstekend was, is in het laatste halfjaar van 2018 behoorlijk gedaald. Het consumentenvertrouwen ging van +23 in juli naar +9 in december 2018. Zowel het oordeel over het economisch klimaat als de koopbereidheid was nog licht positief (CBS, 2018).

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Naast de aanhoudende positieve macro-economische ontwikkelingen kende de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in 2018 eveneens een uitstekend jaar. Het beleggingsvolume behaalde (wederom) een record en bedroeg in 2018 ruim €20,4 miljard. Het beleggingsvolume is daarmee €0,7 miljard hoger dan een jaar eerder (CBRE, 2019). De toename in volume heeft voornamelijk plaatsgevonden in woningbeleggingen, met een groei van maar liefst 86%. De investeringen in de overige markten zijn redelijk stabiel gebleven op de winkelruimtemarkt na, waar het investeringsvolume kromp met ruim 47%. Van deze laatste categorie geldt dat er relatief weinig nieuw aanbod op de markt is gekomen. Daarentegen kende de woningmarkt veel nieuwe beleggingsmogelijkheden.

Naar sector bezien waren beleggingen in woningen (voor het eerst) het meeste in trek, met een beleggingsvolume van €7,0 miljard (33,6%). In kantoren werd ruim €6,0 miljard geïnvesteerd, in bedrijfsruimte/logistiek €2,8 miljard, in winkels €2,0 miljard, in hotels €1,3 miljard en in overig vastgoed (waaronder zorgvastgoed) €0,6 miljard. (CBRE, 2019). De relatief beperkte groei in investeringsvolume werd medebepaald doordat de beschikbaarheid van aangeboden vastgoed op de beste locaties gelimiteerd is. Desondanks genoot het Nederlands vastgoed een brede interesse van buitenlandse beleggers en heeft een vaste plek gekregen in de top 5 van landen waarin het meest belegd wordt in Europa.

Nederlandse winkelruimtemarkt

De economische voorspoed heeft eveneens een positieve uitwerking gehad op onderliggende vastgoedmarkten, waaronder de winkelruimtemarkt. De detailhandel zag in 2018 de omzetten met 3,3% toenemen (CBS, 2019). De groei laat echter wel een diffuus beeld zien tussen de categorieën. Zo namen de omzetten van winkeliers in voedingsmiddelen (met name supermarkten) met 3,2% toe.

Winkeliers in de categorie non-food zagen eveneens omzetten toenemen, maar slechts in beperkte mate, namelijk 1,7%. Delagere groei van deze laatste categorie is vooral ingegeven door omzetzakkingen in de internetgevoelige branches zoals speelgoed en consumentenelektronica. Deze branches kampen al een geruime tijd met teruglopende omzetten in fysieke winkels. Daarentegen doen winkels in woninginrichting, bouwmaterialen en doe-het-zelfartikelen het relatief goed door de ontwikkelingen op de woningmarkt.

Winkels in kleding zagen de omzetten marginaal toenemen. De omzetten van schoenenwinkels namen 2,1% af. De omzetten via het online kanaal namen wederom fors toe. Pure webwinkels boekte een omzetgroei van 12,4% en winkeliers die verkopen via zowel fysieke als online winkels (multi-channelers) lieten zelfs nog hogere groeicijfers zien (+ 26%) (CBS, 2019). Daarmee laat de online verkoop al jaren een zeer sterke en continue groei zien.

De goede economische omstandigheden zorgden eveneens voor een toename in de vraag naar winkelpersoneel. In 2018 is een recordaantal vacatures in de detailhandel opgesteld, het hoogste aantal sinds 1997. Het vinden van geschikt personeel is door de lage werkloosheid een uitdaging. Ook het aantal faillissementen in de sector is nog steeds laag, namelijk 361 faillissementen in 2018. Dit is iets hoger dan het totaal in 2017 (347), maar aanzienlijk lager dan de jaren daarvoor (CBS, 2018).

Het aantal leegstaande winkelpanden is in 2018 verder afgenomen. Leegstand (in m²) is afgenomen van 9,3% eind 2017 tot 9,0% eind 2018 (Locatus, 2018). De afname is met name toe te schrijven aan onttrekkingen aan de markt door sloop en herbestemmingen van winkelvastgoed naar andere functies (bijvoorbeeld woningen en horeca). Vooral de binnensteden van de grote steden doen het goed vanwege hun aantrekkingskracht door een goede mix van winkels, horeca en leisure. Van alle winkelpanden in de binnensteden presteert het topsegment (A1) het best en kent significant lagere leegstandscijfers. De secundaire winkelstraat, veelal de aanloopstraten, tonen een hoger en soms zelfs een toenemend leegstandscijfer (Locatus, 2018).

Ondanks de uitstekende economische omstandigheden is gemiddelde huurprijs in de top-20 steden in Nederland gedaald met 1,6% (JLL, 2019). Met name in de steden buiten de G5 staan de huurprijzen onder druk. Binnen de G5 zijn de gemiddelde tophuurprijzen gestegen: op de beste locaties in Amsterdam zijn de tophuurprijzen sinds 2005 met 87,6% gestegen. Dit is aanzienlijk meer dan in de overige G5-steden Rotterdam, Den Haag, Utrecht en Eindhoven, waar de tophuren gemiddeld met een kleine 15,0% zijn toegenomen (JLL, 2019).

Nederlandse kantoorruimtemarkt

Met een jaarlijkse opname van bijna 1,5 miljoen m² was 2018 een topjaar voor de Nederlandse kantoorvastgoedmarkt. Een belangrijk deel van de marktdynamiek vond plaats in de vier grote steden; hier werd ongeveer 58,0% van de kantoorometers in de markt opgenomen. Dit is overigens een vergelijkbaar beeld met voorgaande jaren. De opname in Amsterdam is nog steeds aanzienlijk en bedroeg maar liefst 24,0% van de totale opname in Nederland (CBRE, 2019). Het effect van de Brexit is voor de Nederlandse kantorenmarkt tot op heden beperkt gebleven. Vooralsnog hebben er slechts enkele bedrijven hun kantoor vanuit London naar Amsterdam verplaatst.

Van de totale kantorenvorraad (circa 48,6 miljoen m²) staat ultimo 2018 ongeveer 5,9 miljoen m² leeg, wat neerkomt op 12,2% van de voorraad. Ten opzichte van 2017 is de leegstand gedaald, namelijk ongeveer 0,5%. De leegstand bevindt zich nog steeds op een hoog niveau, maar er zijn grote verschillen per regio en type locatie. Zo kent de G4 een significant lagere leegstand dan de overige steden. Amsterdam heeft van de G4 steden het laagste leegstandcijfer, namelijk 4,5%, terwijl Rotterdam het hoogste cijfer kent: 9,8% (CBRE, 2019). Met name in de Central Business Districts (CBD) van de grote steden en in enkele grote regionale centra neemt de leegstand snel af door aanhoudende transformatie, toenemende opnamecijfers en het ontbreken van nieuwe kantoorontwikkelingen (CBRE, 2018). Doordat de vraag naar hoogwaardige kantoorruimte toeneemt, stijgen de tophuren. Hoewel er nationaal gezien nog zeker geen sprake is van schaarste, is er een tekort aan het ontstaan van eersteklas kantooraanbod op toplocaties. Op de Amsterdamse Zuidas liggen de hoogste huren eind 2018 rond de €420 per m², een toename van €15 ten opzichte van een jaar eerder (CBRE, 2018). In Utrecht is de stijging nog sterker, van €245 eind 2017 naar €285 eind 2018. In Den Haag (€215) en Rotterdam (€235) is het beeld stabiel.

Naast de verbeterde marktomstandigheden op de gebruikersmarkt, is ook de beleggingsmarkt van kantoren in beweging. De aanvangsrendementen zijn afgelopen jaar verder verscherpt voor met name eersteklas kantoorruimte in de G4. De aanvangsrendementen onder de 5% zijn geen uitzondering meer en voor de Amsterdamse Zuidas zijn de rendementen zelfs onder de 4% gedaald (CBRE, 2019). Steden als Rotterdam, Utrecht en Eindhoven hebben in 2018 ten opzichte van Amsterdam een inhaalslag gemaakt. Perifere steden, zoals Assen en Heerlen, worden matig gewaardeerd als kantoorlocatie. De dynamiek blijft achter en de regio's kennen weinig bevolkingsgroei (Dynamis, 2019).

Naast deze polarisatie tussen steden onderling, nemen ook de verschillen tussen kantoorlocaties binnen deze steden toe. De aantrekkelijkheid van CBD's, die goed bereikbaar zijn per openbaar vervoer en waar wonen, leisure, horeca en bedrijven steeds meer worden gecombineerd, neemt toe. Aan de andere kant hebben monofunctionele locaties, grauwe bedrijventerreinen langs de randen van de stad, te kampen met groeiende leegstand. Deze locaties zijn ongeschikt voor andere functies, zoals wonen. Het aantal transformaties van Nederlands kantorenvastgoed is daardoor in 2018 afgenomen.

Nederlandse woningmarkt

De koopwoningmarkt kende in 2018 een zeer goed jaar. De woningprijzen stegen met maar liefst 9% ten opzichte van het voorgaande jaar. Dit is de grootste prijsstijging sinds 2001. De toename is het gevolg van het beperkte aanbod van te koop staande woningen in combinatie met lage hypotheekrentes in tijden van hoogconjunctuur. De verhoudingen tussen vraag en aanbod lopen dermate uit de pas, dat een groot deel van de koopwoningen boven de vraagprijs wordt verkocht. Door het beperkte aanbod is het aantal transacties sterk gedaald, namelijk -9,7% in vergelijking tot 2017. In totaal zijn er ruim 218.000 woningen verkocht, met een gemiddelde verkoopprijs van ruim €287.000 (CBS, 2019).

Met name in de Randstad is betaalbaarheid en het aanbod van koopwoningen sterk afgenomen en in toenemende mate is er sprake van een oververhitte woningmarkt. Het gevolg is dat huishoudens verhuisplannen uitstellen of een koopwoning buiten het voorkeursgebied zoeken. Dit laatste zorgt voor een waterbedeffect waardoor ook buiten de grote steden en de Randstad prijsstijgingen waarneembaar zijn. De regionale verschillen zijn echter groot; met name in de demografische krimpgebieden, waar prijsstijgingen en dynamiek achterblijven, zijn de marktomstandigheden anders.

Het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen is in het afgelopen jaar met 5,0% gestegen tot 66.000 eenheden (CBS, 2019), maar ligt nog ver onder het gewenste niveau. Ook het tekort aan huurwoningen speelt een belangrijke rol op de woningmarkt. Vooral het aanbod van huurwoningen in het middensegment (€720 tot circa €1.000 per maand) blijft achter bij de vraag. De gemiddelde huurprijs per m² (per maand) is in de eerste helft van 2018 gestegen met 3,6% op jaarbasis, tot bijna €11. Amsterdam is de absolute koploper met een huurniveau van €18,6 per m² (NVM, 2018).

Het overheidsbeleid ten aanzien van de woningmarkt kent een aantal speerpunten die in 2018 zijn doorgezet. Eén daarvan is het verduurzamen van woningen. Met name de verplichting van gasloos bouwen heeft een grote impact. Niet alleen nieuwbouw moet worden afgesloten van het gas, maar ook oudere woningen zullen op termijn getransformeerd moeten worden. Daarnaast is gebleken dat de overheid is begonnen om actief beleid te voeren op de huurmarkt in de vrije sector. Het voorrang verlenen aan bepaalde beroepsgroepen (zoals leraren en politieagenten) bij het toewijzen van huurwoningen in grote steden is daar een voorbeeld van. Tevens worden er samenwerkingstafels georganiseerd met marktpartijen om de productie van vrijesectorhuurwoningen te vergroten.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

Het jaar 2018 begon voor de mondiale financiële markten, waaronder de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt, relatief bewogen. Beleggers leken aan het begin van het jaar te rekenen op sneller dan verwachte stijgingen van obligatierentes en renteverhogingen door de Amerikaanse centrale bank. Hierdoor maakte onder andere Europees beursgenoteerd vastgoed negatieve koersontwikkelingen door. Dit negatieve sentiment hield voor Europees beursgenoteerd vastgoed aan tot medio maart 2018. In het eerste kwartaal hadden Europese beursgenoteerde vastgoed een koersontwikkeling van ca. -3,1% doorgemaakt (AXA IM, 2018).

Aan het begin van het tweede kwartaal speelden beginnende spanningen tussen de VS, China en de EU een belangrijk thema op de financiële markten. Eind maart 2018 kondigde de VS aan om importheffingen in te stellen op aluminium en staal afkomstig uit China en de EU. China en de EU kondigden op hun beurt weer maatregelen aan als reactie op de heffingen van de VS (NU, 2018).

Beleggers leken gedurende de periode van oplopende spanningen te kiezen voor defensieve aandelen sectoren, zoals Europees beursgenoteerd vastgoed. In het tweede kwartaal maakten Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen positieve koersontwikkelingen door, respectievelijk +5,3% (AXA IM, 2018). Gedurende het jaar liepen de handelsspanningen tussen de VS en met name China op, om rond het jaareinde weer enigszins af te nemen (IEX, 2018).

Na een vijftal maanden waarin Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen positieve koersontwikkelingen doormaakten, veranderde het sentiment in september 2018. Het negatieve sentiment in september werd veroorzaakt door een combinatie van factoren. Zo diende de Italiaanse regering een begroting in bij de Europese Unie met een groter dan verwachte tekort. De nieuw gekozen regering wilde door de overheidsuitgaven te verhogen voldoen aan enkele verkiezingsbeloften. In de weken die volgden hanteerde de Italiaanse regering een relatief harde toon in de media aan het adres van de ECB, wat van negatieve invloed was op het sentiment van Europese financiële markten (NRC, 2018).

Naast de Italiaanse begrotingsperikelen werd in september het eerste Brexit-voorstel van de Britse premier afgewezen door de EU (IEX, 2018). Hierdoor leek het bereiken van een Brexit-deal op dat moment verder weg te zijn. Laatstgenoemde gebeurtenis droeg bij aan het negatieve sentiment op Europese financiële markten in het derde kwartaal van 2018. Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen maakten in het derde kwartaal nagenoeg vlakke koersontwikkelingen door met 0,1% (AXA IM, 2018).

In november 2018 werd door het Britse kabinet uiteindelijk een Brexit-voorstel overeengekomen, waarna deze door de EU is goedgekeurd. Het volgende station, goedkeuring in het parlement, is een lastigere stap gebleken voor het Britse kabinet. Zo werd in aanloop naar het stemmingsmoment een motie van wantrouwen binnen haar eigen partij ingediend tegen de Britse premier. De motie van wantrouwen werd door de Britse premier overleefd, echter de geplande stemming over het Brexit-voorstel werd in de nasleep van de motie van wantrouwen uitgesteld naar 15 januari 2019. De Brexit-deal werd op 15 januari 2019 weggestemd door het Britse lagerhuis. Op het moment van schrijven is de Britse premier een alternatieve oplossing aan het opstellen voor het weg gestemde voorstel.

De onenigheden in het Britse parlement over het Brexit-voorstel hadden in het vierde kwartaal haar enigszins weerslag op Europese financiële markten, met name Europees beursgenoteerd vastgoed. Ondanks dat

de Italiaanse regering uiteindelijk haar begrotingstekort wist te verlagen in december 2018 (NU, 2018), verbeterde het sentiment niet voor Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen maakten in het vierde kwartaal negatieve koersontwikkelingen van -8,5% (AXA IM, 2018). Het grootste gedeelte van de negatieve koersontwikkelingen (-5,1%) vond plaats in de maand december (AXA IM, 2019). In 2018 behoorden winkelfondsen tot de Europees beursgenoteerde vastgoedfondsen met de negatiefste koersontwikkelingen. Scandinavische kantoorfondsen, continentaal Europese logistieke vastgoedfondsen en in mindere mate Duitse woningfondsen behoorden in 2018 tot de fondsen met de positiefste koersontwikkelingen (AXA IM, 2018).

Als er wordt teruggeblikt naar de ontwikkelingen binnen de onderliggende Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen kan worden gesteld dat 2018 een jaar is geweest van verdere consolidatie. Vooral de winkelfondsen waren veelvuldig betrokken bij fusies en overnames. De meest opvallende overname van 2018 was de van Westfield Properties en Unibail-Rodamco in juni 2018. Na de overname bedroeg de portefeuillewaarde van Unibail-Rodamco Westfield ca. €62 miljard en werd hiermee het grootste Europese beursgenoteerde vastgoedfonds (ING, 2018).

Overige opvallende transacties waren die van het Franse Covivio en het Duitse Vonovia. Het gediversifieerde vastgoedfonds Covivio kocht in juni 2018 een Britse hotelportefeuille aan ter waarde van ca. €1 miljard. Het was voor Covivio de eerste investering in het Verenigd Koninkrijk. Het Duitse woningfonds Vonovia vergrootte diens woningportefeuille door branchegenoot Buwog over te nemen en aanmerkelijke belangen te nemen in Zweedse en Franse (beursgenoteerde) woningfondsen. Door belangen te nemen in de Zweedse en Franse woningportefeuilles betrad Vonovia voor het eerst de woningmarkten buiten Duitsland en Oostenrijk. Tot slot was het Brits genoteerde winkelfonds Intu Properties in 2018 veelvuldig een overnamekandidaat. Pogingen van onder meer Klèpierre, Hammerson en een consortium om Intu over te nemen mislukten allen (MorganStanley, 2018).

Vooruitzichten 2019

Economische vooruitzichten

- Voor de komende jaren wordt verwacht dat de Nederlandse economie een kleine groei doormaakt. Voor 2019 wordt een reële bbp-groei van 1,9% voorspeld (Consensus Forecast, 2019). De sterkste pijler van de Nederlandse economie, de internationale handel, staat echter onder druk van geopolitieke onzekerheden, zoals de Brexit en de dreiging van een handelsconflict met de VS.
- Het consumentenvertrouwen is behoorlijk gedaald van +23 in juli 2018 naar +1 in januari 2019. Dit is een sterk signaal dat de bovengemiddelde economische groei momenteel geremd is.
- Door de gunstige economische omstandigheden is het aantal vacatures gegroeid en de werkloosheid sterk gedaald. Daarmee is de krapte op de arbeidsmarkt in de afgelopen jaren sterk toegenomen. Dit zal voor loonstijgingen zorgen, die op hun beurt tot een hogere inflatie zullen leiden. Dit effect wordt nog versterkt door de verhoging van het lage btw-tarief. Voor 2019 worden een werkloosheidspercentage van 3,6 en een HICP-inflatie van 2,3% verwacht (CPB, 2018). Daarmee ligt de Nederlandse inflatie hoger dan de Europese (1,6%) (Consensus Forecast, 2019).
- Naar verwachting zal de ECB, die een inflatie van 2% of net daaronder nastreeft, de rente niet op korte termijn drastisch verhogen.

Vastgoedbeleggingsmarkt

- De langetermijnrente zal naar verwachting ook in 2019 op een laag niveau blijven en niet terugkeren naar de niveaus van voor de financiële crisis. Dit betekent dat vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën, zoals obligaties en aandelen, een interessant beleggingsproduct blijft, vanwege de gunstige rendement-risicoverhouding.
- De spreiding tussen aanvangsrendementen en staatsobligaties in combinatie met goede rendementen zorgen ervoor dat Nederlands vastgoed aantrekkelijk blijft voor (wereldwijd) kapitaal. Dit betekent dat, bij aanhoudende interesse en het gebrek aan goede vastgoedbeleggingen, een aanhoudende druk zal blijven bestaan op aanvangsrendementen. Dit geldt met name voor de grote steden.
- Door een combinatie van beperkt huidig aanbod, een sterk groeiende vraag en een achterblijvend nieuwbouwvolume wordt een verdere stijging van de huurprijzen voor alle sectoren verwacht in 2019.
- Vanwege het gebrek aan eersteklas vastgoedbeleggingen, zullen beleggers meer en meer ook buiten Amsterdam, met name in Rotterdam, Den Haag, Utrecht op zoek gaan naar vastgoedbeleggingen.
- Het komend jaar te realiseren beleggingsvolume lijkt, door het gebrek aan beleggingsproduct, afhankelijk van de beschikbaarheid aan vastgoedportefeuilles. De verwachting is dat het volume in 2019 lager zal uitvallen dan in het recordjaar 2018.

Nederlandse winkelruimtemarkt

- De omzet in de detailhandel groeit gestaag door, met name in de food sector.
- Verandering van consumentengedrag en technologische ontwikkelingen zorgen voor een verminderde vraag naar winkelvastgoed. De benodigde fysieke winkelruimte zal daardoor steeds kernachtiger geconcentreerd worden, waardoor de vraag naar A-winkellocaties naar verwachting onveranderd groot zal blijven. Kleine en middelgrote steden in de periferie blijven het moeilijk houden.
- De opmars van online verkopen blijft onverminderd doorgaan. Wel is zichtbaar dat multi-channeling een belangrijk groeimotor is om zowel online als fysiek te kunnen concurreren.
- Wijkcentra met supermarkten behouden een constante vraag van de dagelijkse consument, terwijl de binnensteden het verschil moeten maken door de consument aan zich te binden.
- Supermarkten blijven in 2019 nog favoriet vanwege de hogere huuropbrengsten en rendementen. Mogelijk is er in de nabije toekomst een consolidatie te verwachten onder supermarkten, mede door nieuwe (online) supermarkt- en foodconcepten.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

- Het Nederlandse bedrijfsleven spint garen bij de verbeterde economie. Er is echter sprake van divergentie in de kantorenmarkt, tussen steden onderling en tussen de deelmarkten binnen steden. De vier grote steden presteren goed, met name Amsterdam. Het wordt verwacht dat in de komende jaren de markt in deze steden nog verder zal verkrappen.
- De grotere regionale steden zien ook een aantrekkende vraag (nieuwe gebruikers, maar ook expansie naar regiokantoren) en doen het redelijk. Vooral kantoorlocaties nabij ov-knooppunten en multifunctionele locaties presteren goed. De verschillen tussen de CBD-markten en sub-markten zullen naar verwachting in het komende jaar nog verder uiteenlopen, vooral door de positieve economische dynamiek van de CBD's.
- Naar verwachting zal de lage leegstand in Amsterdam en Utrecht zorgen voor een sterke opwaartse druk op de huurprijzen in deze steden. In secundaire steden is deze druk minder groot, door een hogere plaatselijke leegstand.
- Wetgeving omtrent het verplichte energielabel C voor kantoorgebouwen in 2023 zal investeringen vereisen van eigenaren van gebouwen die niet aan de energie-eisen voldoen. Voor een deel van de leegstaande kantoorpanden is het nog de vraag of er afdoende mogelijkheden zijn om te investeren. Deze gebouwen, veelal te vinden in de kleinere gemeenten, zijn oud, slecht bereikbaar en solitair, ver van voorzieningen gelegen waar zeer weinig vraag is naar kantoorruimte.

Nederlandse woningmarkt

- De prijsstijgingen op de koopwoningmarkt zullen zich naar verwachting doorzetten in 2019, maar wel in een lager tempo.
- De vraag naar woningen zal hoog blijven door het groeiende aantal huishoudens en de lage hypotheekrente. Het aantal transacties zal naar verwachting een dalende lijn blijven volgen in 2019.
- Het woningtekort zal nog verder oplopen in het komende jaar. Door de personeel- en materiaaltekorten in de bouwsector zal het nieuwbouwtempo nog niet hoog genoeg liggen. Het vertrouwen in de woningmarkt bevindt zich in een dalende trend. Door de hoge prijzen en het beperkte aanbod wordt het kopen van een woning steeds vaker als onwenselijk gezien.
- Door de hoge prijzen en lage aanvangsrendementen zullen zowel huishoudens als beleggers hun focus steeds verder verleggen naar gebieden buiten de Randstad. De vraag naar goede beleggingsproducten, zeker in residentieel vastgoed, blijft groot.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Voor beursgenoteerd vastgoed geldt dat het kwantitatieve verruimingsbeleid en rentebewegingen een belangrijke factor zullen zijn in het uiteindelijke totaalrendement. Fundamenteel gezien kan de beursgenoteerde vastgoedsector profiteren van een aantrekkende inflatie dat zijn uitwerking heeft op hogere huurinkomsten. De verwachting is dat de inflatie in 2019 beperkt zal stijgen.
- Europa (en de rest van de wereld) bevindt zich momenteel nog steeds in een laag renteklimaat. Het lage renteklimaat pakt vooralsnog goed uit voor Europees beursgenoteerd vastgoed, voornamelijk door het relatief hoge dividendrendement.
- Naar verwachting zal de Europese inflatie en het renteniveau de komende jaren gestaag normaliseren. Met de kennis van nu is het de verwachting dat de Europese Centrale Bank ('ECB') pas na de zomer van 2019 zal kijken naar haar rentebeleid (Reuters, 2018). Voor de Amerikaanse Fed is het de verwachting dat er in 2019 hooguit 1 renteverhoging zal worden doorgevoerd (Financial Times, 2019).

- Bij eventuele stijgende markttrentes zullen beleggers in Europees beursgenoteerd zich op de middellange termijn naar verwachting uitsluitend richten op kwalitatief en fundamenteel aantrekkelijke beursgenoteerde vastgoedfondsen.
- Het terugdraaien van het kwantitatieve verruimingsbeleid door de ECB kan een negatief effect hebben op Europees beursgenoteerd vastgoed. Vanwege hogere rentes met langere looptijden, wat ten koste kan gaan van de kapitaalstromen richting Europees beursgenoteerd vastgoed.
- Het management van meerdere Britse beursgenoteerde vastgoedfondsen gaf een negatieve outlook af bij het uitbrengen van jaar resultaten als gevolg van onzekerheid rondom de Brexit.
- De koers van het Britse pond is bovengemiddeld volatiel als gevolg van de Brexit-onderhandelingen. De koers van het Britse pond speelt een belangrijke rol in de uiteindelijke performance van Brits beursgenoteerd vastgoed voor niet-Britse beleggers.
- 15 januari en 13 maart 2019 is het Brexit-voorstel van de Britse premier weggestemd in het Britse parlement. Na de stemming van maart 2019 kreeg het Brits parlement de mogelijkheid om te stemmen voor een vertrek uit de EU zonder vertrek voorwaarden of een uitstel van de Brexit. Een ruime meerderheid van het Brits parlement koos voor een uitstel van de Brexit. In de komende weken zal moeten blijken of en hoelang de Brexit uitgesteld kan worden. Om tot een uitstel van de Brexit te komen zal de Britse premier in ieder geval medewerking van de EU moeten krijgen. Tijdens de periode van uitstel krijgt het Verenigd Koninkrijk de tijd om in het Brits parlement de vertrek voorwaarden overeen te komen, die goedkeuring moet krijgen van de EU.
- Een vertrek van het Verenigd Koninkrijk uit de EU zonder overeenkomst zou voor financiële markten, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed, de meest ongunstige scenario kunnen zijn. Daarentegen zou het overeenkomen van betere vertrekvoorwaarden dan wel een afstel van de Brexit een gunstiger scenario voor financiële markten kunnen zijn.

Risico's

Inleiding

De manager van het Fonds en de directie van het Fonds hechten grote waarde aan een solide risicomanagementbeleid. Het helpt de organisatie a.s.r. real estate en de door haar beheerde vastgoedfondsen om op een adequate en beheerste wijze de doelstellingen te behalen.

Risicomanagementmodel

Voor de inrichting van het risicobeheerssysteem van a.s.r. real estate en de door haar beheerde fondsen is gebruik gemaakt van de principes van The Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission II-Enterprise Risk Management (hierna te noemen COSO II-ERM). Deze aanpak biedt een in de markt algemeen geaccepteerd, uniform en gemeenschappelijk referentiekader voor interne controle. Hierin liggen de volgende onderdelen vast:

1. De doelstellingen van het Fonds ten aanzien van het risicomanagement.
2. De taken en verantwoordelijkheden van de risicomanager.
3. De inrichting van het risicomanagementmodel in de organisatie van de manager, zodanig dat procedures en maatregelen zijn vastgesteld die waarborgen dat er een functionele en hiërarchische scheiding wordt gemaakt tussen de taken in verband met risicobeheer en die van de uitvoerende afdelingen.

Op 9 februari 2015 ontving a.s.r. real estate de AIFMD-vergunning. De manager heeft het risicobeleid vastgelegd in een beleidsdocument en er is binnen de organisatie een onafhankelijke risicomanagementfunctie ingevuld overeenkomstig de Wft en AIFMD vereisten.

Voor de beheersing van de risico's heeft de manager het risicomanagement op een integrale wijze vastgelegd. Met als doel om de risico's van de bedrijfsvoering, de financiële positie op portefeuilleniveau en de uitbestedingsrelaties in relatie tot de doelstellingen van het Fonds te beheersen.

Risicomanagement verantwoordelijkheid a.s.r. real estate

De eindverantwoordelijkheid voor risicomanagementtaken binnen a.s.r. real estate ligt bij de chief finance & risk officer (cfro). Het portefeuillebeheer door a.s.r. real estate valt onder de verantwoordelijkheid van de chief executive officer (ceo). Het risicomanagement en het portefeuillemanagement zijn derhalve hiërarchisch en functioneel van elkaar gescheiden.

De cfro wordt bij zijn risicomanagementtaken ondersteund door vier functionarissen en één team:

1. de business risk manager (brm)
2. de IT risk officer (Iro)
3. de compliance officer
4. de fund controller
5. het team Interne Controle (IC)

Missie risicomanagement

Risicomanagement stuurt op risico en waarde(creatie) door dit op een integrale, aantoonbare en consistente wijze onderdeel van de besluitvorming te maken. Dit doet risicomanagement door:

- Beleid en kaders af te geven en door risicomanagement te vertalen voor a.s.r. real estate.
- Risico's te identificeren en te kwantificeren.
- De risico's te beheersen.
- De beheersing van risico's te monitoren en hierover te rapporteren.

Risicomanagement doet dit in het belang van diverse belanghebbenden zoals investeerders, huurders en pachters, medewerkers en toezichhouders.

Doelstellingen risicomanagement

De manager vindt het van belang om intern en extern zichtbaar te maken wat de kwaliteit en status is van het risicomanagement van a.s.r. real estate en de door haar beheerde vastgoedfondsen en hierover verantwoording af te leggen. De doelstellingen hierbij zijn:

- Bevorderen van een zodanige risicocultuur dat a.s.r. real estate de juiste afwegingen maakt tussen risico en rendement voor een optimale waardecreatie.
- Zorgen voor het implementeren van een risicoraamwerk en beleid waarbinnen risico's worden beheerst en gerapporteerd.

- Gevraagd en ongevraagd advies uitbrengen teneinde de financiële soliditeit te bewaken, de operationele processen optimaal te beheersen en de reputatie van a.s.r. real estate te beschermen.
- Bijdragen aan het risicobewustzijn ten aanzien van operationele risico's, informatiebeveiliging en het bevorderen van business continuïteit.
- Directe ondersteuning geven aan de eerste lijnstaken gericht op de beheersing van de risico's en vervult hierbij de rol van 'countervailing power'.
- Optimaliseren van het risicoprofiel van a.s.r. real estate en de fondsen, rekening houdend met de doelstellingen van het Fonds (effectiviteit, efficiency en economie).
- Kwaliteitsverbeteringen van de besturing van a.s.r. real estate en het Fonds.
- Verminderen van de kans op operationele verliezen en het beter benutten van kansen.
- Aantoonbaar 'in control' zijn.
- Zorgen dat alle relevante risico's waar het Fonds aan blootstaat of kan staan op afdoende wijze worden geïdentificeerd, gemitigeerd, gemonitord en gerapporteerd. Tevens richting toezichthouders kunnen onderbouwen dat aan gestelde wetten en regels en beleid wordt voldaan.
- Risicomanagement te zien als 'licence to operate' voor het Fonds en het mandaat.

Governance

Binnen a.s.r. real estate zijn de volgende risico- en beleggingscomité's ingericht. De in deze paragraaf beschreven governance van a.s.r. real estate werkt parallel aan de governance van het Fonds zoals beschreven op pagina 9.

Risico- en beleggingscomité's			
Overleg	Frequentie/doelstelling	Onderwerpen	Deelnemers
Management Team			
MT a.s.r. real estate	1 x 2 weken	Operationele zaken	ceo, managing directors businesslines, cfro. hoofd KPV, P&O-adviseur
Strategisch MT a.s.r. real estate	1 x 3 maanden	Strategische doelstellingen monitoren (businessplan)	ceo, managing directors businesslines, cfro. hoofd KPV, P&O-adviseur
Beleggings- en Risico Comité			
Beleggingscomité a.s.r. real estate	1 x 2 weken	Investerings en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR	ceo, managing directors businesslines, cfro. Fiscale Zaken, Compliance, secretaris
Investeringscomité a.s.r. real estate	1 x maand	Investerings en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR, risicomangement IRR-eis, beleggingsplannen,	lid raad van bestuur, ceo, cfro, secretaris, directeur beleggingen a.s.r., senior medewerker ERM
Strategisch Beleggingscomité	1 x Kwartaal	IRR-eis, beleggingsplannen, beleidsmatige zaken (zoals duurzaamheidsbeleid)	ceo, managing director businesslines, cfro, Fiscale Zaken, Compliance, hoofd research, secretaris
Risk Comité	1x kwartaal	Compliance, riskmanagement, monitoring audits	ceo, managing director businesslines, cfro, hoofd KPV, Compliance, secretaris, Operationeel Risicobeheer (ERM), auditmanager, business risk manager a.s.r. real estate
Centraal Beleggings Comité	1 x maand	Aankopen, investeringen en verkopen; Verslagen beleggingscomités / Rapportage beleggingen maandrapportage FIB a.s.r. real estate	lid raad van bestuur ASR Nederland N.V., secretaris, directeur Finance & Risk, directeur Vastgoed, directeur Group Risk Management, directeur Group Asset Management

Binnen het RC worden onder andere sturingsoverzichten in het kader van beleggingsrestricties beoordeeld en diverse operationele risicorapportages besproken. Rapportages die betrekking hebben op de voortgang van control risk, Self Assessment actiepunten, compliance issues, informatiebeveiliging en bedrijfscontinuïteit-reviews, operationele verliezenregistraties en het non-financial risk-dashboard.

Strategisch Beleggingscomité ('SBC')

Binnen het SBC, worden beleggings/portefeuilleplannen besproken en worden de kaders voor beleggingsplannen en mandaten behandeld.

Risicobeheer

Strategische Risico Analyse ('SRA')

Het risicobeheersysteem betreft een cyclisch proces van een jaar en start bij de jaarlijkse vaststelling van de strategie door de directie van a.s.r. Als middel om de kansen en bedreigingen op strategisch niveau te identificeren faciliteert de business risk manager jaarlijks de SRA. Deze strategie wordt jaarlijks door de directie van a.s.r. real estate vertaald naar doelstellingen voor a.s.r. real estate en de door haar beheerde fondsen. Jaarlijks voert de directie van a.s.r. real estate, gefaciliteerd door de brm, een SRA uit waarbij de risico's van de (nieuwe) doelstellingen van de beheerorganisatie en de beleggingsfondsen in kaart worden gebracht. Eventuele beleidsaanpassingen op basis van de bevindingen tijdens de jaarlijkse SRA worden verwerkt in het risicomanagementbeleid van a.s.r. real estate en aan de directie van a.s.r. real estate voorgelegd voor akkoord. Om deze risico's te mitigeren worden acties in kaart gebracht die elk kwartaal door de brm worden gemonitord. Dit wordt elk kwartaal aan de directie en de afdeling ERM van ASR Nederland N.V. gerapporteerd. De voortgang op de acties worden tevens besproken binnen het RC van a.s.r. real estate.

NFR Dashboard

Het NFR Dashboard geeft inzicht in de mate van risicobeheersing op de volgende categorieën:

- omgevingsrisico
- operationeel risico
- IT-risico
- integriteitrisico
- juridisch risico
- uitbestedingsrisico

In het NFR Dashboard staat de risk appetite van a.s.r. real estate op bovenstaande risico's aangegeven. Het NFR Dashboard wordt elk kwartaal ingevuld in relatie tot de risk appetite van a.s.r. real estate in samenwerking met juridische zaken, de compliance officer en het hoofd Kwaliteitsmanagement & Procesbeheersing van a.s.r. real estate. Indien nodig stelt de brm acties voor om de risicobeheersing te verbeteren. Het dashboard inclusief de voorgestelde acties worden besproken in het RC van a.s.r. real estate en gerapporteerd aan de directie en de afdeling ERM van a.s.r.

Key Controls (First line)

Er is een aantal first line controls beschreven die gericht zijn op datakwaliteit (stamgegevens zoals objecten, contracten, stamdata debiteuren en crediteuren), tussenrekeningen en fiscaliteit (btw). Deze controles zijn opgesteld door de business en Finance and Risk ('F&R') en worden 'first line' gemonitord. Deze controls zijn essentieel om goede managementrapportages te kunnen maken.

Objecten met een verhoogd risico

Binnen a.s.r. real estate worden objecten met een verhoogd risico vastgelegd en gemonitord. De risico's die per object met verhoogd risico worden gemonitord betreffen:

- reputatierisico
- juridisch risico
- debiteurenrisico
- operationeel risico
- fiscaal risico

De uitkomsten worden elk kwartaal in het RC besproken en indien noodzakelijk worden mitigerende maatregelen genomen.

Operationele verliezen

De operationele verliezen worden maandelijks geïnventariseerd. Naar aanleiding hiervan wordt onderzoek gedaan naar de oorzaak en worden verbeteringen doorgevoerd. Binnen a.s.r. geldt dat een operationeel verlies moet worden gemeld.

Verhogen risicobewustzijn

Binnen a.s.r. real estate wordt ernaar gestreefd dat risicobewustzijn aantoonbaar, verankerd en meetbaar is. Dit betekent dat zichtbaar is dat in de besluitvorming, op alle niveaus in de organisatie, de juiste vragen worden gesteld en dat deze vragen leiden tot adequaat handelen. Dit betekent dat het management op alle niveaus verantwoordelijk is voor het bevorderen van risicobewustzijn en in staat is om van zowel management als medewerkers vast te stellen wat het 'risicobewustzijn' is.

Three Lines of Defence model en de rol van de bewaarder

Binnen a.s.r. real estate wordt voor risicobeheersing het 'Three Lines of Defence' model gehanteerd. Het management van a.s.r. real estate is verantwoordelijk voor een deugdelijke werking van de genormeerde externe en interne beheersingprocedures. Om de onafhankelijkheid te waarborgen zijn de risicomangement- en compliancefunctionarissen in de tweede beheerslijn verantwoordelijk om de vigerende wet- en regelgeving voor het a.s.r. real estate-management te vertalen naar een intern normenkader en vereisten om vervolgens vanuit een monitoringfunctie toe te zien op de implementatie. Team IC heeft een tweede beheerslijnverantwoordelijkheid bij het beoordelen van de beheersingsmaatregelen. De derde beheerslijn (internal audit, depositary) geeft een geobjectiveerd oordeel over de werking van het normenstelsel.

Bewaarder

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om voor de door haar beheerde fondsen een bewaarder aan te stellen. Voor het Fonds betreft dit BNP Paribas Securities Services S.C.A. (BNP). BNP is op grond van wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen bevoegd om toezicht uit te oefenen op vastgoedvermogensfondsen.

In de uitvoer van de taken handelen a.s.r. real estate en de bewaarder loyaal, billijk, professioneel, onafhankelijk en in het belang van het Fonds en de beleggers in het Fonds.

De rol van de bewaarder voor het Fonds is:

- a) Ervoor zorgen dat de verkoop, de uitgifte, de inkoop, de terugbetaling en de intrekking van rechten van deelneming of aandelen in het Fonds gebeuren in overeenstemming met het toepasselijk nationaal recht en met het reglement of de statuten van het Fonds.
- b) Ervoor zorgen dat de waarde van de rechten van deelneming of aandelen in het Fonds worden berekend overeenkomstig de toepasselijke nationale wetgeving, het reglement of de statuten en de vastgelegde procedures.
- c) De aanwijzingen van a.s.r. real estate als manager uitvoeren, tenzij deze in strijd zijn met de toepasselijke nationale wetgeving, het reglement of de statuten.
- d) Zich ervan te vergewissen dat bij transacties met betrekking tot de activa van het Fonds de tegenwaarde binnen de gebruikelijke termijnen wordt overgemaakt aan het Fonds.
- e) Zich ervan te vergewissen dat de opbrengsten van het Fonds een bestemming krijgen die in overeenstemming is met de toepasselijke nationale wetgeving en met het reglement of de statuten van het Fonds.
- f) Monitoring van de kasstromen, waaronder het identificeren van significante en inconsistente kasstromen en het reconciliëren van de kasstromen met de administratie van het Fonds.
- g) Controleren of de beheerder zich houdt aan de in de fondsdocumentatie vastgestelde beleggingsbeperkingen en hefboomfinancieringslimieten.

Toeziethouders

a.s.r. real estate staat onder toezicht van De Nederlandsche Bank (DNB) en de Autoriteit Financiële Markten (AFM). Deze toezichthouders zijn door de overheid aangestelde, onafhankelijke en onpartijdige instituten die toezien op naleving van wet- en regelgeving door organisaties.

Juridische zaken

De juridische expertise is gewaarborgd in de eerste beheerslijn. a.s.r. real estate beschikt vanuit haar eerste beheerslijn over een afdeling Juridische Zaken welke beschikt over specifieke kennis op het gebied van vastgoed en op het gebied van het opzetten en beheren van fondsen. Tevens toetst zij de activiteiten van de business. Doelstellingen van de afdeling Juridische Zaken zijn het geven van juridisch advies en het beheersen van juridische risico's.

Compliance

De afdeling Compliance maakt onderdeel uit van de afdeling Integriteit binnen a.s.r. Het doel van compliance is het bevorderen en bewaken van een integere bedrijfsvoering en het bewaken van de reputatie van a.s.r. en haar bedrijfsonderdelen. a.s.r. real estate beschikt over een compliance officer.

De Compliance Officer van a.s.r. real estate is verantwoordelijk voor het:

1. Benoemen van een verantwoordelijke voor compliance aangelegenheden voor de manager en de fondsen binnen het managementteam.
2. 'Vertalen' van het (schriftelijk vastgelegde) beleid inzake regels op a.s.r. niveau naar het niveau van a.s.r. real estate en het geven van uitvoering hieraan.
3. Beheersen van compliance-risico's op het niveau van a.s.r. real estate.
4. Uitvoeren van controle op naleving van regels.
5. Nemen en uitvoeren van (nieuwe) beheersmaatregelen naar aanleiding van geconstateerde tekortkomingen in de naleving van regels binnen a.s.r. real estate.
6. Periodiek rapporteren over compliance-risico's en de naleving van regels in samenwerking met compliance.
7. Zorgdragen voor een adequate informatievoorziening en training aan medewerkers over de toepassing van relevante regels en procedures.

Compliance rapportage

Ieder kwartaal rapporteert Compliance a.s.r. real estate op het niveau van a.s.r. en haar bedrijfsonderdelen over de compliance-aangelegenheden en de voortgang van de relevante actiepunten. De kwartaalrapportage wordt aangeboden aan de directie van a.s.r. real estate en (afzonderlijk) besproken met de (leden van de) raad van bestuur van a.s.r. en vervolgens voorgelegd aan de Audit- en risicocommissie. Als daartoe aanleiding is rapporteert Compliance direct aan de raad van bestuur en/of de Audit- en risicocommissie.

De kwartaalrapportage geeft inzicht in:

1. Het gevoerde compliance-beleid en de wijze waarop dit beleid is uitgevoerd.
2. De bevindingen uit de monitoring van activiteiten, opvolging en effectiviteit van de getroffen beheersmaatregelen.
3. Eventuele compliance-incidenten.
4. Relevante ontwikkelingen met betrekking tot regels. De compliance officer stelt de business kwartaalrapportages op.

De compliance officer is tevens betrokken als adviseur bij de aan- en verkoopprocessen van vastgoed waarover wordt besloten in het Beleggingscomité van a.s.r. real estate.

Om de zelfstandige positie van compliance te waarborgen en onafhankelijk te kunnen opereren, zijn de volgende maatregelen genomen:

De compliance officer van a.s.r. real estate heeft, naast de directe rapportageverplichting aan de voorzitter van de raad van bestuur van a.s.r. real estate, ook een formele rapportageverplichting aan de voorzitter van de Audit- en risicocommissie van a.s.r. real estate en de ceo van a.s.r. real estate evenals, indien noodzakelijk, de mogelijkheid om bij deze laatste te escaleren met betrekking tot compliance-aangelegenheden.

Interne Audit

Business audit a.s.r. is de interne accountantsdienst van a.s.r. Business audit a.s.r. zorgt vanuit de derde beheerslijn voor een onafhankelijke beoordeling van de kwaliteit van de besturing van de organisatie en van de processen. Business audit a.s.r. doet gevraagd en ongevraagd aanbevelingen ter verbetering van de besturing van de organisatie en van processen. Business audit a.s.r. rapporteert haar bevindingen aan de ceo van a.s.r. en aan het Audit Comité ('AC') van de raad van commissarissen van a.s.r. Business audit a.s.r. voert binnen a.s.r. real estate regelmatig audits op verschillende processen, projecten of thema's uit.

Risicotabel

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Financiële risico's			
Marktrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten en de impact van deze fluctuaties op de waarde van de portefeuille. • Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed accepteert het Fonds het lopen van marktrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> • Het uitvoeren van periodieke hold-sell analyses, gebruik maken van richtlijnen van de NVRT en onafhankelijke taxateurs, diversificatie van de portefeuille en koppeling van de huurcontracten aan de CPI. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan. • In lijn met de marktontwikkelingen op niet-beursgenoteerd vastgoed werd een positief resultaat behaald terwijl op beursgenoteerd vastgoed het Fonds een negatief resultaat is behaald.
Debiteurenrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Het risico dat een huurder niet aan zijn verplichtingen zal voldoen. • Hoewel het Fonds de nodige voorzichtigheid in acht neemt bij de selectie van tegenpartijen voor niet-beursgenoteerd vastgoed, kan niet worden uitgesloten dat een tegenpartij in gebreke blijft. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bepalen van de kredietwaardigheid van de huurder voordat het huurcontract wordt afgesloten. • Afsluiten van huurovereenkomsten met een (middel) lange looptijd af te sluiten. • Waarborgen van de goede staat van het vastgoed. 	<ul style="list-style-type: none"> • Het debiteurenrisico is gerelateerd aan de bezettingsgraad van het vastgoed. Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 is de bezettingsgraad binnen de Direct Vastgoedportefeuille afgenomen van 83,1% naar 74,6%. • De voorziening dubieuze debiteuren is tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 toegenomen tot € 26 duizend (31 december 2017: €14 duizend).
Valutarisico	<ul style="list-style-type: none"> • Valutarisico komt binnen het Property Fund alleen voor bij enkele liquide vastgoedaandelen. <p>Binnen het Fonds wordt valutarisico niet gehedged.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • GBP blootstelling is gelimiteerd tot max. 25% van haar onroerend goed blootstelling. • Blootstelling naar andere Europese vreemde valuta is niet gelimiteerd. • De benchmark die wordt gevolgd investeert in de meest liquide Europese onroerend goed aandelen. Hierdoor wordt valutarisico automatisch gelimiteerd. 	<ul style="list-style-type: none"> • De valuta exposure bedroeg in per 31 december 2018 11% GBP, 14% in SKR en 8% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee iets toe ten opzichte van 31 december 2017. • Het valutaresultaat per 31 december 2018 bedroeg €264 duizend negatief (31 december 2017: €2.355 duizend negatief).
Rente risico	<ul style="list-style-type: none"> • Het Fonds wordt voornamelijk met eigen vermogen gefinancierd. • Het renterisico wordt niet gehedged. • Het Fonds heeft alleen een rekeningcourant faciliteit van €12,5 miljoen. Per ultimo 2018 is geen gebruik gemaakt van deze faciliteit. 	<ul style="list-style-type: none"> • Voortdurend toetsen van renterisico en LTV. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het vermogen is het renterisico op vreemd vermogen zeer beperkt.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Liquiditeitsrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn illiquide investeringen vanwege de closed-end structuur. • De vastgoedmarkt is over het algemeen illiquide. • Beleggers in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen kunnen alleen hun participaties verkopen aan betreffende fondsen. 	<ul style="list-style-type: none"> • Beheren van financieringsbronnen, aanhouden van voldoende liquide activa en het bewaken van de liquiditeitspositie. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met marktliquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico. • Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren
Strategie risico's			
Strategie risico	<ul style="list-style-type: none"> • Onder strategie risico wordt verstaan het risico dat de doelstellingen niet worden behaald vanwege onjuiste besluitvorming, verkeerde implementatie en/of het onvoldoende reageren op veranderingen in de omgeving. • Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. • Het Fonds streeft er naar om 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met inachtneming 15% minus en 15% plus bandbreedte) in beursgenoteerde vastgoed. • Binnen de beursgenoteerde vastgoed portefeuille hanteert het Fonds een norm om 75% te beleggen in 'continentaal' Europa en het restant in het Verenigd Koninkrijk. 	<ul style="list-style-type: none"> • Het risico wordt gemitigeerd door de benchmark waar mogelijk te repliceren. Eventuele afwijkingen ten opzichte van de benchmark worden meegenomen bij het opstellen van het beleggingsbeleid van het Fonds. • Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> • Per 31 december 2018 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 53% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 40% respectievelijk 7% betrof. De overweging naar beursgenoteerd vastgoed is een gevolg van de op pagina 5 beschreven voorgenomen herstructurering. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2017 55% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 35% en het restant 10% betrof. • Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Operationele risico's			
Operationeel risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds heeft te maken met operationele risico's die het directe of indirecte resultaat zijn van verliezen als gevolg van inadequate of slecht functionerende interne processen, mensen en systemen of externe gebeurtenissen waaronder beschadigingen van de reputatie, continuïteitsrisico en uitbestedingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Met betrekking tot de operationele risico's van het Fonds worden de systematische, rapportage en administratieve impact gemitigeerd door het interne controle systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> Processen en controles zijn vastgelegd in een ISAE 3402 Type II risico framework en wordt jaarlijks getoetst door de externe accountant. Bij het laatste rapport werden geen materiële bevindingen aangetroffen door de externe accountant.
Bewaarnemingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> Risico dat de assets onder custodian verdwijnen als gevolg van slordigheden. Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het bewaarnemingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Bewaarnemingsrisico's worden gemitigeerd aan de hand van vergaderingen met de custodian die op kwartaalbasis plaatsvinden. Tijdens deze vergaderingen wordt de opvolging van de SLA besproken. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Financieel verslaggevingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het financieel verslaggevingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Vastgelegde procedures van interne audits op basis van steekproef en ad hoc inspecties. De kwaliteit van de jaarrekening van het Fonds wordt gegarandeerd door periodieke interne en externe audits. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Compliance risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds heeft te maken met lokale, regionale en landelijke wetgeving van de landen waarin zij actief is. Het Fonds kwalificeert zich als een alternatieve beleggingsinstelling conform de Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU (AIFMD). 	<ul style="list-style-type: none"> a.s.r. real estate heeft een Compliance officer die o.a. toezicht houdt op integriteits risico's. Het Fonds maakt gebruik van externe fiscalisten en juridische dienstverleners om de juridische en fiscale aspecten omtrent compliance risico te mitigeren. Voor het Beursgenoteerde Vastgoed vindt toezicht op de verschillende buitenlandse beleggingen in deze portefeuille zijn opgenomen en waardoor het Fonds is onderworpen aan plaatselijke, regionale en nationale regelgeving. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Portefeuilleontwikkeling

Portefeuilleontwikkeling: algemeen

De beleggingen van het Fonds bestonden 31 december 2018 uit 53% niet-beursgenoteerd vastgoed, 40% beursgenoteerd vastgoed en 7% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

Waarde en verdeling van de beleggingen

	31-12-2018		31-12-2017	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	242.535	53%	308.604	55%
Beursgenoteerd vastgoed	183.437	40%	196.716	35%
Overige activa	30.657	7%	58.330	10%
Totaal	456.629	100%	563.650	100%

De totale activa van het Fonds daalden in 2018 met €107,0 miljoen tot €456,6 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed daalden met €66,0 miljoen tot €242,5 miljoen door €89,0 miljoen aan verkopen, een positief ongerealiseerd waarderingsresultaat van €11,3 miljoen, een gerealiseerd waarderingsresultaat van €0,8 miljoen, €13,2 miljoen aan investeringen en €2,3 miljoen aan geactiveerde verhuurkortingen als gevolg van verkopen.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €13,3 miljoen tot €183,4 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een aankoop van vastgoedaandelen van €6,6 miljoen en een negatief waarderingsresultaat van €19,9 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 31 december 2018 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

Fonds verdeeld naar activa per 31-12-2018



Het Fonds heeft in 2018 drie grote uitgaande kasstromen gehad, zijnde een dividenduitkering in augustus van €20,2 miljoen en tweemaal een inkoop van eigen aandelen in respectievelijk maart (€35,6 miljoen) en oktober (€45,3 miljoen). Deze uitkeringen waren mogelijk doordat het Fonds onder andere direct vastgoed voor circa €89,0 miljoen heeft verkocht.

Het Fonds zal in 2019 wederom dividend uitkeren.

Portefeuilleontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed bestaan volledig uit Nederlands vastgoed en worden onderverdeeld in de categorieën direct vastgoed en deelnemingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Direct vastgoed betreft vastgoed dat het Fonds zelf volledig in bezit heeft. Bij deelnemingen in vastgoedfondsen heeft het Fonds belangen in het ASR Dutch Prime Retail Fund ('ASR DPRF'), het ASR Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF') en het CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES') waarmee een grotere spreiding in verschillende vastgoedsegmenten gerealiseerd is. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 31 december 2018 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 77 (bijlage 2).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

Kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille			
		31-12-2018	31-12-2017
WINKELS			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		8	22
Aantal huurcontracten		4	58
Netto verhuur oppervlak m ²		2.599	46.560
Markthuur / Contracthuur		92%	97%
Bezettingsgraad		75%	84%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)		84,3	82,9
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)		5,7	6,2
KANTOREN			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		0	2
Aantal huurcontracten		0	9
Netto verhuur oppervlak m ²		0	8.236
Markthuur / Contracthuur		N/A	91%
Bezettingsgraad		N/A	75%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)		28,1	27,0
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)		10,6	11,2
WONINGEN			
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
CBRE Dutch Residential Fund (€)		61,9	55,0
CBRE Dutch Residential Fund (% belang)		3,5	3,8

Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie

	31-12-2018		31-12-2017	
Direct vastgoed	68.164	28%	143.727	47%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	174.371	72%	164.877	53%
Totaal	242.535	100%	308.604	100%

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in 2018 af met €66,0 miljoen tot €242,5 miljoen, met name door verkopen van de direct vastgoedportefeuille ter waarde van €89,0 miljoen, positieve waarderingsresultaten van €12,1 miljoen en €13,2 miljoen aan investeringen voor project Lijnbaan te Rotterdam en Hudson's Bay te Amersfoort.

Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

Onroerend goed in exploitatie

	31-12-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	143.727	171.664
Aankopen	0	5.043
Investerings	13.189	9.487
Verhuurkortingen	-2.342	1.194
Verkopen	-88.988	-57.371
Waarderingsresultaten	2.578	13.710
Totaal	68.164	143.727

In 2018 zijn veertien winkelobjecten en twee kantoorobjecten verkocht met een verkoopopbrengst van €89,0 miljoen en een verkoopresultaat van €0,8 miljoen.

Het direct vastgoed verdeeld naar segment op 31 december 2018 was als volgt:

Direct vastgoed verdeeld naar segment

	31-12-2018		31-12-2017	
Kantorenportefeuille	0	0%	13.980	10%
Winkelportefeuille	68.164	100%	129.747	90%
Totaal	68.164	100%	143.727	100%

Huurders direct vastgoed

Een direct gevolg van de strategie van het Fonds om de directe vastgoedbeleggingen af te bouwen is het geringe aantal huurcontracten en huurders. Hoewel het specifiek risico binnen direct vastgoed redelijk hoog is, is op portefeuilleniveau het specifiek risico gedaald door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een grotere spreiding van huurders. Het Fonds streeft ernaar om de allocatie naar specifieke huurders verder af te bouwen door het verkopen van de resterende direct vastgoed objecten.

Top 4 huurders direct vastgoed

	percentage
Esprit Europe	36%
A.S. Watson Property	25%
Bestseller Wholesale Benelux	21%
Cracks Monobrand	18%
Totaal	100%

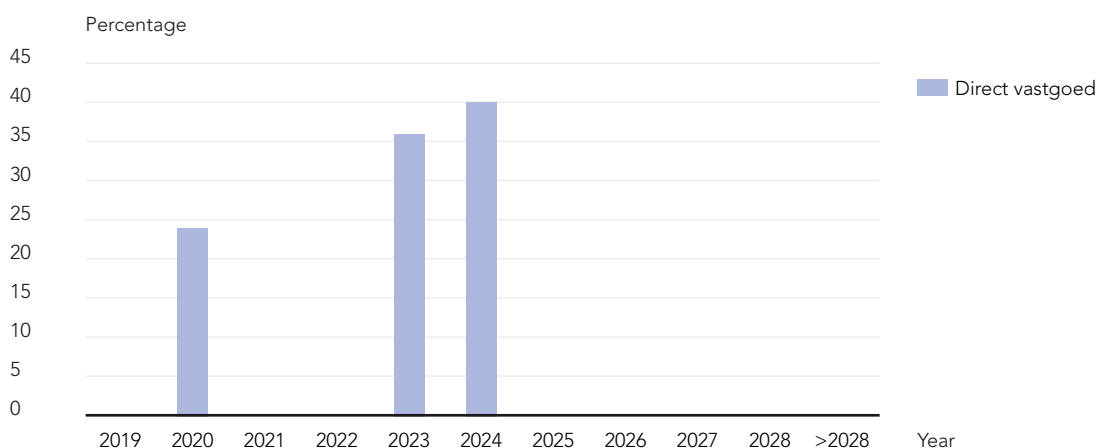
Huurcontracten directe portefeuille

Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. In 2018 hebben zich als gevolg van de verkoop van zestien winkel- en kantorenobjecten significante wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand waardoor de gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten gedaald is tot 4,29 jaar (2017: 6,83 jaar).

De bezettingsgraad van de winkelportefeuille is per 31 december 2018 (75%) sterk gedaald ten opzichte van 2017 (84%) met name door de verkoop van veertien winkels.

De markthuren van de winkelportefeuille zijn in 2018 gedaald ten opzichte van de contracthuren. Dit verhoogt het risico op lagere verhuuropbrengsten bij het afsluiten van nieuwe huurcontracten. Dit risico wordt echter enigszins beperkt door het voornemen om de resterende direct vastgoedportefeuille af te bouwen. Over het geheel genomen zijn de markthuren van de winkelportefeuille 5% lager dan de huidige contracthuren.

Afloop huurcontracten o.b.v. jaarhuren per 31-12-2018



Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 31 december 2018 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	31-12-2018	31-12-2017
Korter dan 1 jaar	1.429	8.222
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	4.531	20.014
Langer dan 5 jaar	344	32.592
Totaal	6.304	60.828

Investerings

Het Fonds heeft in 2017 voor het object in Amersfoort een huurcontract afgesloten met Hudson's Bay. Er is in 2018 conform de contractuele overeenkomst €10,8 miljoen in dit object geïnvesteerd. Het object in Amersfoort is in 2018 verkocht.

Het Fonds heeft in mei 2016 een Turn Key Overeenkomst ('TKO') afgesloten waarbij de intentie aanwezig is om vijf winkelobjecten in Rotterdam te laten herpositioneren door een externe partij. De vijf objecten vallen binnen een gebiedsontwikkeling waarbij meerdere vastgoedeigenaren een samenwerkingsverband zijn aangegaan. Het Fonds heeft in 2018 €2,4 miljoen geïnvesteerd en verwacht in 2019 nog €4 miljoen te investeren in deze herpositionering.

Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

Deelnemingen in vastgoedfondsen		
	31-12-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	164.877	106.920
Aankopen	0	50.087
Investerings	0	0
Verkopen	0	0
Waarderingsresultaten	9.494	7.870
Overige mutaties	0	0
Totaal	174.371	164.877

De beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF (€84,3 miljoen), het ASR DMOF (€28,1 miljoen) en het CBRE DRES (€61,9 miljoen).

Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden per 31 december 2018 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in 2018 af met €13,3 miljoen tot €183,4 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een aankoop van vastgoedaandelen van €6,6 miljoen en een negatief waarderingsresultaat van €19,9 miljoen.

Zie bijlage 3 (pagina 78) 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen verloopoverzicht

	31-12-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	196.716	213.007
Aankopen	48.341	23.440
Verkopen	-41.712	-57.739
Waarderingsresultaten	-19.908	18.008
Stand einde boekjaar	183.437	196.716

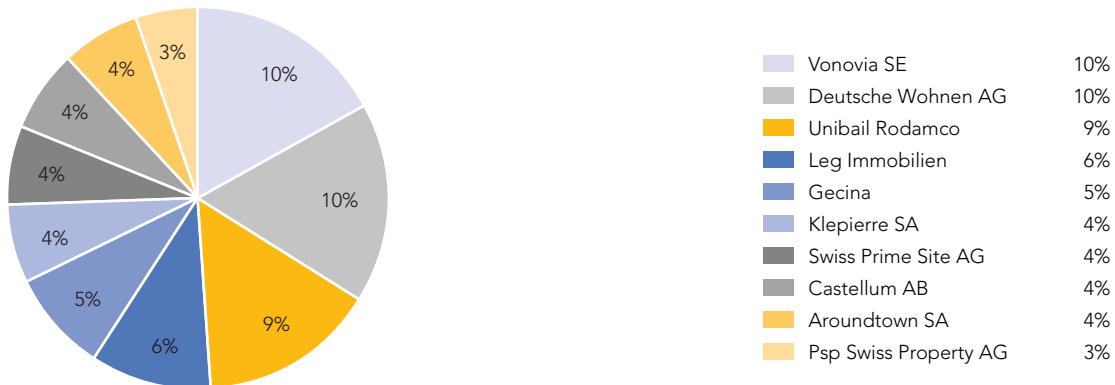
De beleggingen in vastgoedaandelen hadden per 31 december 2018 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Geografische spreiding vastgoedaandelen per 31-12-2018



De tien grootste posities vertegenwoordigden 59% van de totale waarde van de beleggingen in vastgoedaandelen en bestond uit:

10 Grootste beleggingen vastgoedaandelen per 31-12-2018



Resultaatontwikkeling

Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over 2018 zijn als volgt samen te vatten:

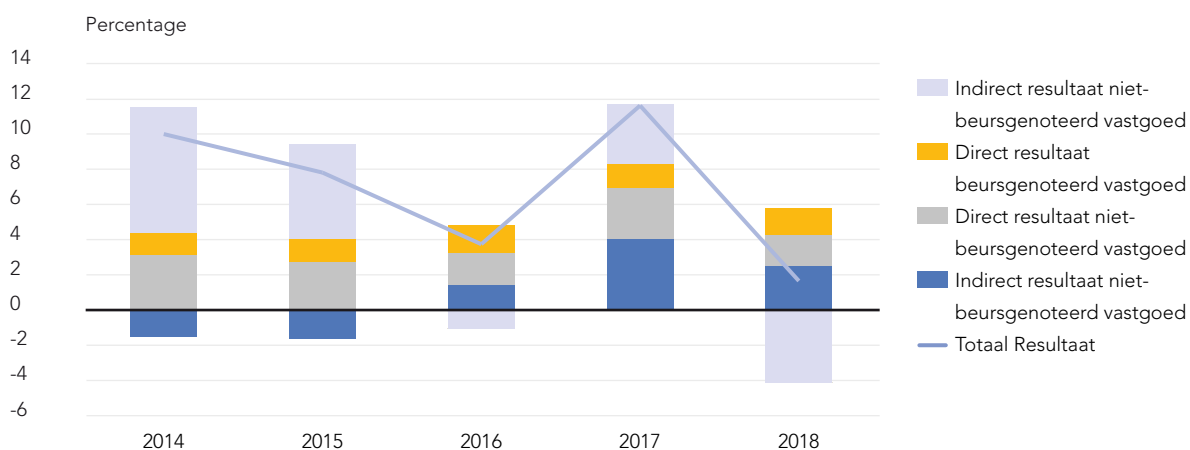
Resultaten over 2018		
	2018	2017
Totaal operationeel inkomen	18.121	24.562
Totaal operationeel uitgaven	-4.144	-4.516
Operationeel resultaat	13.977	20.046
Gerealiseerde waarderingsresultaten	6.926	17.358
Financieringsresultaat	-286	113
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	20.617	37.517
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	-14.782	22.208
Resultaat na belastingen	5.835	59.725

Op certificaten die participanten ultimo 2018 reeds in bezit hadden is een rendement behaald van 1,1% (2017: 11,2%).

Het positieve fondsrendement werd behaald door een positief direct resultaat van 3,3% (2017: 4,2%) een negatief indirect resultaat van -1,6% (2017: 7,4%). De directe fondskosten bedroegen 0,50% in 2018, een daling van 0,01%-punt ten opzichte van 2017.

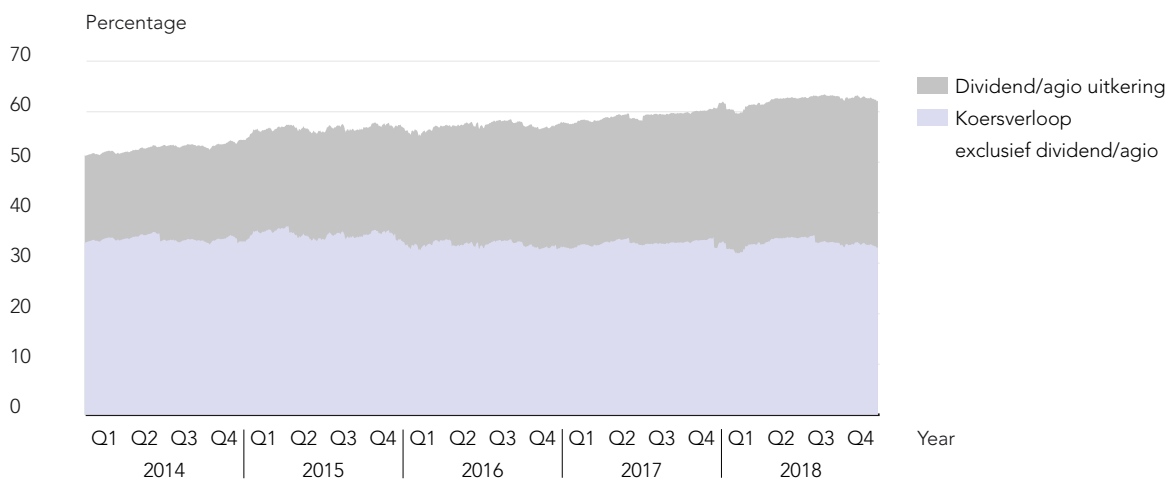
Onderstaande tabel geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands direct vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds vanaf 2014. Daarnaast geeft de verbindinglijn het totale resultaat weer.

Niet-beursgenoteerd vastgoed & beursgenoteerd vastgoed, direct en indirect resultaat.



De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 31 december 2018 €33,24 (2017: €34,19). Het Fonds behaalde in 2018 een positief resultaat per aandeel van €0,41. De uitkering van het dividend bedroeg €1,37, de koers van het Fonds daalde in 2018 met €0,95. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2014 ziet er als volgt uit:

Koersontwikkeling 2014 t/m 2018



Het fondsresultaat per aandeel over de afgelopen 5 jaar is als volgt samen te vatten:

Fondsresultaat					
	2018	2017	2016	2015	2014
Opbrengst uit beleggingen	1,22	1,55	1,42	1,82	1,94
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	0,47	1,10	0,93	0,86	0,73
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	-1,00	1,41	-0,79	0,53	1,23
Fondskosten	-0,28	-0,29	-0,46	-0,65	-0,79
Resultaat per aandeel	0,41	3,77	1,10	2,56	3,11
Belastingen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Resultaat per aandeel na belastingen	0,41	3,77	1,10	2,56	3,11

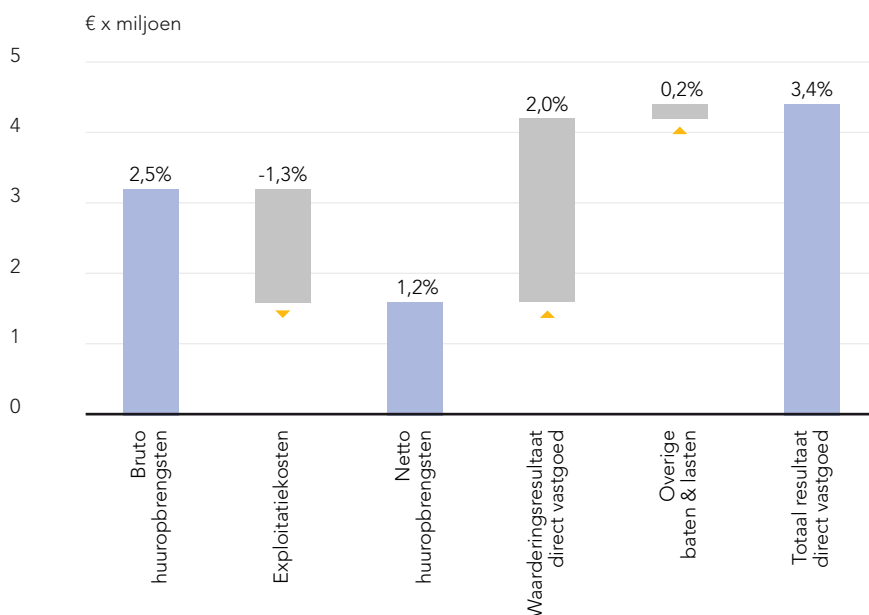
Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het niet-beursgenoteerd vastgoed over 2018 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed		
	2018	2017
Bruto huuropbrengsten	3.175	10.226
Exploitatiekosten	-1.604	-1.786
Dividend vastgoedfondsen	7.399	6.760
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	11.290	15.108
Gerealiseerd waarderingsresultaat	781	6.472
Overige baten & lasten	248	183
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed	21.289	36.963

De opbouw van het resultaat ten opzichte van de waarde van het direct vastgoed was als volgt:

Direct vastgoed, opbouw resultaat 2018 (in bedragen en procenten van de waarde)



Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €3,2 miljoen en daarmee 2,5 % van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2018 ten opzichte van respectievelijk €10,2 miljoen en 5,9% in 2017. De daling van de bruto huuropbrengsten is het gevolg van de verkoop zestien winkel- en kantoorobjecten.

Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over 2018 bedroegen 22,0% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten en waren hiermee hoger dan 2017 (12,9%). De stijging van de verhouding tussen exploitatiekosten en theoretische huuropbrengsten wordt voornamelijk veroorzaakt door hogere onderhoudskosten aan het inmiddels verkochte kantoorobject aan de Euclideslaan te Utrecht, lagere theoretische huuropbrengsten als gevolg van verkopen en een incidentele contractuele aanpassing van de huurovereenkomst met Hudson's Bay te Amersfoort.

Waarderingsresultaat direct vastgoed		
	2018	2017
Kantoren	145	9.480
Winkels	2.433	4.230
Totaal	2.578	13.710

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed is €2,6 miljoen (2,0%) (2017: €13,7 miljoen; 8,1%).

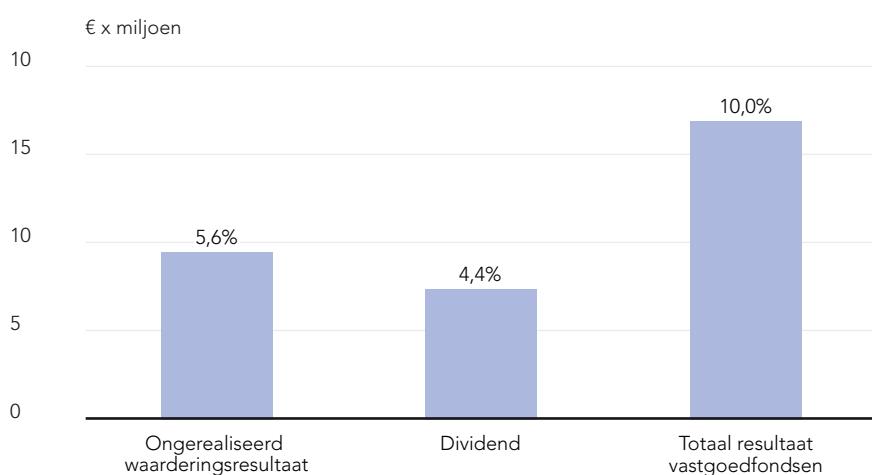
De waardeverandering (1,9%) voor de kantorenportefeuille in 2018 wordt met name veroorzaakt door het positieve transactieresultaat op de verkoop van het kantorenobject Euclideslaan te Utrecht.

De stijging van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (2,0%) is gedaald ten opzichte van het jaar 2017 (3,4%). De waardestijging wordt voornamelijk veroorzaakt door de winkelobjecten aan de Lijnbaan te Rotterdam. Het inmiddels verkochte winkelcentrum te Etten-Leur daalde in 2018 fors als gevolg van een verslechtering van de winkelmarkt in kleinere steden in Nederland en had daarmee een drukkend effect op de waardestijging van het Fonds. Tot het moment van verkoop maakte het winkelcentrum in Etten-Leur een relatief groot deel uit van de directe vastgoedportefeuille.

Resultaatontwikkeling: vastgoedfondsen

De opbouw van het resultaat ten opzichte van de waarde van de vastgoedfondsen was als volgt:

Vastgoedfondsen, opbouw resultaat 2018 (in bedragen en procenten van de waarde)



Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

Waarderingsresultaat vastgoedfondsen		31-12-2018		31-12-2017	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen					
Winkels		1.476	1,8%	2.226	2,7%
Kantoren		1.050	3,8%	750	2,8%
Woningen		6.967	11,7%	4.894	9,3%
Totaal		9.493	5,6%	7.870	5,4%

Het waarderingsresultaat van de drie vastgoedfondsen waar het Fonds in belegt hebben een positief resultaat laten zien in 2018 van €9,5 miljoen (5,6%) (2017: €7,9 miljoen; 5,4%).

Dividend (vastgoedfondsen)

Het ontvangen dividend over het jaar 2018 bedroeg €7,4 miljoen en daarmee 4,4% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen in vastgoedfondsen in het jaar 2018. Voor ASR DPRF bedroeg het ontvangen dividend €4,0 miljoen (4,8%), voor ASR DMOF €1,7 miljoen (6,2%) en voor CBRE DRES €1,7 miljoen (2,8%).

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment				
	2018		2017	
Kantoren				
Direct vastgoed	145	1,9%	9.480	21,2%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.050	3,8%	750	2,8%
Subtotaal	1.195	3,4%	10.230	14,3%
Winkels				
Direct vastgoed	2.433	2,0%	4.230	3,4%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.476	1,8%	2.226	2,7%
Subtotaal	3.909	1,9%	6.456	3,1%
Woningen				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	6.967	11,7%	4.894	9,3%
Subtotaal	6.967	11,7%	4.894	9,3%
Totaal	12.071	4,1%	21.580	6,8%

Kantorenportefeuille

De waardeverandering van het direct vastgoed was fors lager als gevolg van de verkoop van Meerparc in Amsterdam eind 2017. Per 31 december 2018 is de gehele kantorenportefeuille verkocht, waarbij een licht positief waarderingsresultaat is behaald (1,9%).

De belegging in het ASR DMOF liet in 2018 een positief waarderingsresultaat zien van 3,8% in lijn met de positieve marktontwikkeling op de kantorenmarkt.

Winkelportefeuille

In 2018 is net als voorgaand jaar door een aantrekkelijke winkelbeleggingsmarkt een positief waarderingsresultaat gerealiseerd van 1,9% (2017: 3,1%). Het positieve herwaarderingsresultaat van het direct winkelvastgoed werd met name veroorzaakt bij de winkelobjecten in Rotterdam (Lijnbaan). De trend bij het inmiddels verkochte overige direct winkelvastgoed was net als voorgaande jaren negatief.

De belegging in ASR DPRF heeft in 2018 een positief waarderingsresultaat laten zien van 1,8%, in lijn met positieve marktontwikkeling voor kwalitatief goed winkelvastgoed op goede locaties.

Woningportefeuille

Het positieve waarderingsresultaat voor CBRE DRES is 11,7% (2017: 9,3%), dit resultaat is in lijn met de positieve beleggingsmarkt voor woningen.

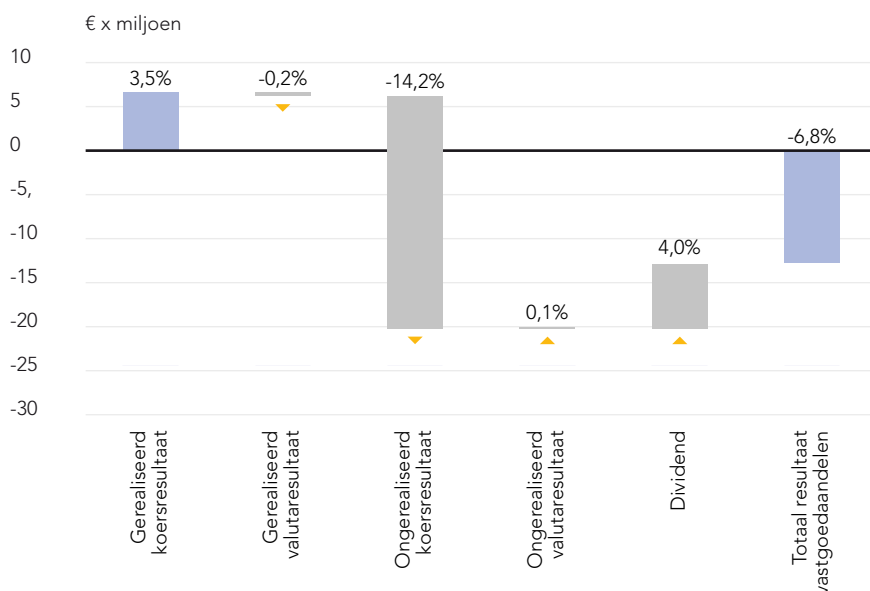
Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het beursgenoteerd vastgoed over 2018 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat beursgenoteerd vastgoed		
	2018	2017
Gerealiseerd koersresultaat	6.589	11.227
Gerealiseerd valutaresultaat	-444	-341
Ongerealiseerd koersresultaat	-26.233	9.136
Ongerealiseerd valutaresultaat	180	-2.014
Dividend	7.299	7.393
Overige koers- en valutaresultaten	-19	-22
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	-12.628	25.379

De opbouw van het resultaat ten opzichte van de waarde van het beursgenoteerd vastgoed was als volgt:

Beursgenoteerd vastgoed opbouw resultaat 2018 (in bedragen en procenten van de waarde)



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in 2018 €19,6 miljoen negatief (-10,7%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €6,6 miljoen (3,5%) Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg €26,2 miljoen negatief (-14,2%).

Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon en Zwitserse frank was €0,3 miljoen negatief (0,1%). Hiervan is €0,4 miljoen (-0,2%) negatief gerealiseerd en €0,2 miljoen (0,1%) positief ongerealiseerd.

Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €7,3 miljoen was licht lager dan in 2017 en steeg in percentage (4,0%) ten opzichte van 2017 (respectievelijk €7,4 miljoen en 3,8%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

Analyse relatieve performance van het Fonds 1)

Het Fonds behaalde een totaal fondsresultaat van 1,2% en presteerde daarmee minder dan de gewogen fonds benchmark bestaande uit 65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% beursgenoteerd vastgoed (1,2% versus 4,9%). Het verschil wordt voornamelijk veroorzaakt door een overweging van beursgenoteerd vastgoed en de afwijkende sectorverdeling binnen niet-beursgenoteerd vastgoed welke beide een gevolg zijn van de voorgenomen herstructurering zoals beschreven op pagina 5. Daarnaast zijn in de benchmark geen fondskosten opgenomen, wat een afwijking verklaart van 0,5% ten opzichte van het totaal fondsresultaat.

In 2018 bedroeg de verhouding van niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed respectievelijk 59,9% en 40,1% ten opzichte van de strategische verdeling van 65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% beursgenoteerd vastgoed. De overweging in beursgenoteerd vastgoed had een negatieve impact van 0,25% op de performance van het Fonds.

Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het niet-beursgenoteerd vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex. In 2018 werd de performance afgezet tegen de strategische doelmix in de benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed (MSCI/IPD Quarterly Universe) doorgevoerd, bestaande uit 40% winkels, 30% woningen en 30% kantoren.

Om tot de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te komen, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF, ASR DMOF & CBRE DRES), voegt het Fonds de resultaten van het vastgoedfonds samen met de resultaten van de directe portefeuille zoals IPD deze weergeeft. Het Fonds heeft volgens deze methodiek met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een positief rendement behaald van 7,0% (exclusief fondskosten) met een direct rendement van 3,3%. De IPD Vastgoedindex behaalde een rendement van 11,5%, met een direct rendement van 4,4%.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille beter dan de benchmark (3,7% versus 2,6%), dit werd met name veroorzaakt door een beter indirect rendement van het Fonds (0,7% versus -3,1%). Met name het belang van het Fonds in de portefeuille van ASR DPRF liet een grotere waardegroei zien dan de benchmark (1,8% versus -3,1%). Het directe vastgoed behaalde een lager totaal rendement (0,7%) met name veroorzaakt door het winkelcentrum Etten-Leur en Hudson's Bay te Amersfoort.

De kantorenportefeuille presteerde aanzienlijk minder (9,2% versus 17,7%) dan de benchmark, waarbij het direct rendement (5,6% versus 3,6%) beter was dan de benchmark. Het hogere direct rendement is met name het gevolg van het hoge directe rendement van ASR DMOF van 6,9%. Het hoge indirect rendement van de benchmark komt met name doordat het Fonds geen kantoren bezit op de Zuidas en een bouwjaar vanaf 2009. Dit segment behaalde binnen de benchmark een indirect rendement van ruim 29% in 2018.

De woningportefeuille (CBRE DRES) presteerde met een totaalrendement van 17,5% minder dan de benchmark (18,2%) met name als gevolg van een lager indirect rendement (13,7% versus 14,5%). Het lagere indirect rendement ten opzichte van de benchmark komt met name door de zeer sterke performance van een van de participanten binnen de benchmark. Het direct rendement van CBRE DRES ligt hoger dan de benchmark (3,4% versus 3,2%).

De afwijking ten opzichte van de benchmark (7,0% versus 11,5%) wordt verklaard door het verschil tussen de sectorverdeling van de benchmark en de allocatie naar sectoren van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Met name de overweging naar de winkelsector (66% versus 40%) en de onderweging naar woningen (22% versus 30%). Net als in 2018 was de woningsector met 18,2% de best presterende sector in de portefeuille in 2018.

1) De methodiek van IPD Nederland wijkt af van boekhoudkundige resultaten. De resultaten zoals door IPD gepresenteerd sluiten derhalve niet aan bij de resultaten zoals gemeld in dit jaarverslag, maar geven wel een zuivere vergelijking ten opzichte van de MSCI/ IPD Vastgoedindex. Het Fonds neemt deel aan de 'kwartaalindex' van IPD. Hetzelfde geldt voor het beursgenoteerd vastgoed, waar de methodiek van de rendementsberekening van de benchmark afwijkt van boekhoudkundige resultaten. De gepresenteerde rendementen sluiten derhalve niet aan bij de resultaten zoals gemeld in dit jaarverslag, maar geven wel een zuivere vergelijking.

Beursgenoteerd vastgoed

De benchmark van het indirect vastgoed bestaat uit:

- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Ex UK Capped Total Return Net;
- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped Total Return Net.

Het Fonds behaalde op haar beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen in 2018 1,15% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen van het Fonds behaalden een negatief totaalrendement van -6,6%, terwijl de benchmark uitkwam op -7,5%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking). Met name de onderweging naar (Britse) winkelvastgoedfondsen en overweging naar Duitse woningfondsen droegen positief bij aan de behaalde outperformance.

Utrecht, 27 maart 2019

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE MRICS

De heer drs. M.R. Lavooi RBA

Jaarrekening 2018



Balans per 31 december 2018

Voor resultaatbestemming (bedragen x €1.000)

Balans			
	Toelichting	31-12-2018	31-12-2017
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	68.164	143.727
- Vastgoedfondsen	1.1	174.371	164.877
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	183.437	196.716
		425.972	505.320
Vorderingen en overlopende posten			
Debiteuren	2.1	373	325
Te vorderen servicekosten	2.2	93	196
Vorderingen en overlopende activa	2.3	3.169	52.516
Belastingvorderingen	2.4	1.310	1.070
		4.945	54.107
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	25.712	4.223
		25.712	4.223
Totaal activa		456.629	563.650
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	13.400	15.816
Agioreserve	4	517.182	592.233
Herwaarderingsreserve	4	32.257	42.409
Overige reserve	4	-123.201	-169.505
Onverdeeld resultaat	4	5.835	59.725
		445.473	540.678
Kortlopende schulden			
Crediteuren	5.1	-24	52
Overige schulden	5.2	10.646	22.571
Overlopende passiva	5.3	534	349
		11.156	22.972
Totaal passiva		456.629	563.650

Winst- en verliesrekening

(bedragen x €1.000)

Winst- en verliesrekening			
	Toelichting	2018	2017
Opbrengsten uit beleggingen			
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6	3.175	10.226
Dividend vastgoedfondsen	7	7.399	6.760
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8	7.299	7.393
Interestbaten	9	-192	203
Overige baten & lasten		248	183
Totaal opbrengsten uit beleggingen		17.929	24.765
WAARDERINGSRESULTATEN			
Gerealiseerde waardeveranderingen			
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1	781	6.472
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	6.589	11.227
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	-444	-341
		6.926	17.358
Ongerealiseerde waardeveranderingen			
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2	1.797	7.238
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2	9.493	7.870
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-26.233	9.136
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	180	-2.014
		-14.763	22.230
Overige koers- en valutaresultaten		-19	-22
Totaal waarderingsresultaten		-7.856	39.566
Totaal bedrijfsresultaat		10.073	64.331
Kosten			
Exploitatiekosten	11.1	-1.604	-1.786
Beheerkosten	11.2	-1.986	-2.221
Bewaarkosten	11.3	-270	-278
Interestlasten	11.4	-93	-90
Overige kosten	11.5	-285	-231
Totaal kosten		-4.238	-4.606
Operationeel resultaat		5.835	59.725
Belastingen		0	0
Totaal resultaat na belastingen		5.835	59.725

Kasstroomoverzicht

(bedragen x €1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	31-12-2018	31-12-2017
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat (exclusief koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen)		5.854	59.747
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-6.926	-17.358
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	14.763	-22.230
Verhuurkortingen	1.1	2.342	-1.194
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-13.189	-14.530
Aankopen / investeringen / overige mutaties vastgoedfondsen	1.1	0	-50.087
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-48.341	-23.440
Verkopen direct vastgoed	1.1	88.987	57.371
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	41.712	57.739
Mutatie kortlopende vorderingen	2	49.163	-48.844
Mutatie kortlopende schulden	5	8.916	-565
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		143.280	-3.391
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgekeerd dividend	4	-20.159	-15.043
Uitgekeerd agio	4	0	-32.500
Inkoop eigen aandelen	4	-80.880	0
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	4	-20.733	20.733
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		-121.772	-26.810
Netto kasstroom		21.508	-30.201
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		-19	-22
Mutatie liquide middelen		21.489	-30.223
Liquide middelen vorig boekjaar		4.223	34.446
Mutatie liquide middelen		21.489	-30.223
Saldo liquide middelen		25.712	4.223

Toelichting op de jaarrekening

Algemeen

Het Fonds is opgericht op 1 maart 2006 naar Nederlands recht en gevestigd op Archimedeslaan 10, 3584 BA Utrecht (kvk-nummer 30212445).

Toegepaste standaarden

De jaarrekening is opgesteld in euro's en volgens de wettelijke voorschriften en bepalingen van Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek en de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving. In verband met het inzichtvereiste is het model voor beleggingsinstellingen gehanteerd voor de resultatenrekening, zoals opgenomen in het Besluit Modellen Jaarrekening. Het boekjaar van het Fonds is gelijk aan het kalenderjaar. Deze jaarrekening is opgesteld uitgaande van continuïteit van het Fonds.

Grondslagen voor de waardering en resultaatbepaling

Algemeen

Voor zover niet anders is vermeld, worden activa en passiva opgenomen tegen nominale waarde. Een actief wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de toekomstige economische voordelen naar de onderneming zullen toevloeien en de waarde daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld. Een verplichting wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de afwikkeling daarvan gepaard zal gaan met een uitstroom van middelen die economische voordelen in zich bergen en de omvang van het bedrag daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Baten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen wanneer een vermeerdering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermeerdering van een actief of een vermindering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld. Lasten worden verwerkt wanneer een vermindering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermindering van een actief of een vermeerdering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Indien een transactie ertoe leidt dat nagenoeg alle of alle toekomstige economische voordelen en alle of nagenoeg alle risico's met betrekking tot een actief of verplichting aan een derde zijn overgedragen, wordt het actief of de verplichting niet langer in de balans opgenomen. Verder worden activa en verplichtingen niet meer in de balans opgenomen vanaf het tijdstip waarop niet meer wordt voldaan aan de voorwaarden van waarschijnlijkheid van de toekomstige economische voordelen en/of betrouwbaarheid van de bepaling van de waarde.

De beleggingen worden gewaardeerd op basis van reële waarde, tenzij anders aangegeven. De overige balansposten worden, tenzij anders aangegeven, gewaardeerd op geamortiseerde kostprijs.

Toelichting overige algemene grondslagen:

- Onder reële waarde (fair value) wordt het bedrag verstaan waarvoor een actief kan worden verhandeld of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen onafhankelijke partijen die ter zake goed zijn geïnformeerd en tot een transactie bereid zijn.
- In de winst- en verliesrekening worden de baten en lasten toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben. Het kasstroomoverzicht is opgesteld volgens de indirecte methode.
- Een actief wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de toekomstige economische voordelen naar de onderneming zullen toevloeien en de waarde daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld.
- Een verplichting wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de afwikkeling daarvan gepaard zal gaan met een uitstroom van middelen en de omvang van het bedrag daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld.
- Baten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen wanneer een vermeerdering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermeerdering van een actief of een vermindering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld.
- Lasten worden verwerkt wanneer een vermindering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermindering van een actief of een vermeerdering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld.

Transactiedatum en afwikkelingsdatum

Alle aan- en verkopen van financiële activa en passiva worden verantwoord op basis van de transactiedatum. Dit is de datum waarop het Fonds als partij betrokken wordt bij de contractuele bepalingen van het instrument. Het betreft hier transacties die moeten worden afgewikkeld binnen het tijdsbestek dat door regelgeving of marktconventies is vastgesteld.

Fiscale status

Het Fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling (FBI) conform artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Het Fondsresultaat is daarom in beginsel onderworpen aan een vennootschapsbelastingtarief van 0%, mits aan alle daarvoor geldende eisen bij uitkering wordt voldaan. Op 29 januari 2017 heeft de Staatssecretaris een nieuw besluit uitgevaardigd waarin hij heeft aangegeven dat alleen indien de verzekeraar (de juridisch eigenaar) geen enkel economisch belang heeft bij de aandelen in het Fonds unit-linked polishouder als aandeelhouder/certificaathouder kunnen worden aangemerkt. De verzekeraar, ASR Levensverzekering N.V., heeft op dit moment wel enig economisch belang in het Fonds. Met de belastingdienst heeft in 2017 afstemming over dit besluit plaatsgevonden. Voor de toepassing van dit besluit geldt een overgangstermijn van 5 jaar, zodat op basis hiervan tot 11 januari 2021, effectief tot en met het boekjaar eindigend op 31 december 2020, de unit-linked polishouder als aandeelhouder/certificaathouder worden aangemerkt.

Ten aanzien van de overdrachtsbelasting kwalificeert het Fonds zich als onroerende-zaaklichaam. Hierdoor worden de aandelen en de certificaten van aandelen van het Fonds als fictief onroerende zaken aangemerkt. Wijzigingen in het gehouden belang kunnen in de heffing van overdrachtsbelasting betrokken worden.

In het regeerakkoord 2018- 'Vertrouwen in de toekomst' zijn enkele voorstellen opgenomen die invloed hebben op een beleggingsinstelling met direct vastgoed en met beursgenoteerde vastgoedaandelen met FBI-status. Deze voorstellen in het regeerakkoord zijn in oktober 2018 alsnog afgesteld door het kabinet. Naar aanleiding van het afstellen van deze maatregelen hoeft het Fonds voorlopig geen additionele maatregelen te nemen.

Transacties met verbonden partijen

Van een verbonden partij is sprake wanneer een partij of persoon beleidsbepalende invloed kan uitoefenen op een andere partij, dan wel invloed van betekenis kan hebben op het financieel en zakelijk beleid van de andere partij.

Voor het Fonds zijn het bestuur en management van ASR Nederland N.V. en ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V. en de leden van de Raad van Advies de verbonden partijen. Daarnaast gaat het om entiteiten die zeggenschap hebben of die substantieel invloed kunnen uitoefenen. In dit verband zijn ook ASR levensverzekering N.V., Stichting ASR Bewaarder, ASR Dutch Prime Retail Fund en ASR Dutch Mobility Office Fund als verbonden partij aan te merken. De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontvangt voor het beheer van het Fonds een vergoeding van 55 basispunten van het Fondsvermogen. Daarnaast is het Fonds een administratievergoeding verschuldigd aan ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V. Zie de paragrafen 11.2 en 11.3 van de toelichting op de winst- en verliesrekening voor een nadere toelichting. De transacties worden op zakelijke grondslag uitgevoerd tegen voorwaarden die vergelijkbaar zijn met die van transacties met derden.

Het Fonds heeft beleggingen in ASR Dutch Prime Retail Fund en ASR Dutch Mobility Office Fund.

Financiële instrumenten

Financiële instrumenten omvatten investeringen in aandelen, handelsvorderingen, overige vorderingen, geldmiddelen, leningen en overige financieringsverplichtingen, handelsschulden en overige te betalen posten.

Financiële instrumenten worden bij de eerste opname verwerkt tegen reële waarde. Dit geldt ook voor de afgeleide financiële instrumenten die van de basiscontracten zijn gescheiden.

Indien instrumenten niet zijn gewaardeerd tegen reële waarde met verwerking van waardeveranderingen in de winst- en verliesrekening, maken eventuele direct toerekenbare transactiekosten deel uit van de eerste waardering.

Saldering

Financiële activa en passiva worden gesaldeerd en het nettobedrag wordt gerapporteerd in de balans wanneer er (1) sprake is van een wettelijk afdwingbaar recht om de verantwoorde bedragen te salderen of (2) de intentie aanwezig is om tot een afwikkeling op netto basis te komen of (3) de intentie er is om tegelijkertijd het actief te realiseren en de verplichting af te wikkelen.

Niet-beursgenoteerd vastgoed - direct vastgoed

Onroerend goed in exploitatie omvat het vastgoed dat wordt gehouden omwille van huuropbrengsten, waardeinstijging of een combinatie daarvan. De eerste waardering van vastgoedbeleggingen is tegen de verkrijgingsprijs, inclusief de transactiekosten. De verkrijgingsprijs omvat de koopsom en alle direct toe te rekenen uitgaven zoals juridische advieskosten, overdrachts- belasting en andere transactiekosten. Als sprake is van een uitgestelde betaling van de koopsom wordt de verkrijgingsprijs gesteld op de contante waarde daarvan. De verkrijgingsprijs van een zelf vervaardigde vastgoedbelegging is het bedrag van de kosten tot en met het moment dat de vervaardiging of ontwikkeling gereed is.

Onroerend goed in exploitatie wordt gewaardeerd tegen de reële waarde, zijnde de marktwaarde. De marktwaarde is het bedrag waarvoor onroerend goed op de balansdatum naar een koper zou kunnen overgaan, op basis van een transactie op marktconforme condities.

De waardering van het onroerend goed in exploitatie vindt plaats op basis van de RICS waarderingsrichtlijnen, RICS Redbook editie 2017. Daarbij wordt de marktwaarde bepaald op basis van de kapitalisatie van markthuren minus de exploitatiekosten, zoals onderhoud, verzekeringskosten en vaste lasten. Per object worden de netto kapitalisatiefactor en de contante waarde van de verschillen tussen markthuurlast en contractuele huur, leegstand en uitgaven voor onderhoud bepaald.

Uitgaven die na aankoop plaatsvonden, worden toegevoegd aan de boekwaarde, mits daaruit toekomstige economische baten worden verwacht. Alle andere uitgaven, zoals reparatie en onderhoud, komen ten laste van het resultaat van de periode waarin de kosten zijn gemaakt.

Eventuele verkoopkosten worden in mindering gebracht op de opbrengsten en komen eveneens tot uitdrukking in de waarderingsresultaten.

Een waardeverandering wordt in de winst- en verliesrekening verwerkt van de periode waarin de wijziging zich voordoet. Voor het ongerealiseerde deel van de waardeverandering wordt, onder aftrek van eventuele belastingen, een herwaarderingsreserve gevormd ten laste van de overige reserve.

De herwaarderingsreserve is gelijk aan het verschil tussen de boekwaarde van de verkrijgings- of de vervaardigingsprijs en de reële waarde. De daarbij gebruikte verkrijgings- of vervaardigingsprijs is de initiële verkrijgings- of vervaardigingsprijs zonder rekening te houden met afschrijvingen of bijzondere waardeverminderingen.

De reële waarde wordt bepaald als meest waarschijnlijke prijs die redelijkerwijs op de markt te verkrijgen is op balansdatum en is tot stand gekomen aan de hand van courante prijzen op een actieve markt. Bij afwezigheid van courante prijzen op een actieve markt wordt de prijs bepaald aan de hand van verschillende informatiebronnen, zoals recente prijzen op minder actieve markten.

Indien in uitzonderlijke situaties de reële waarde bij aanschaf niet op betrouwbare wijze is vast te stellen (vergelijkbare markttransacties komen niet frequent voor en alternatieve wijze van vaststelling van de reële waarde zijn niet beschikbaar), wordt de vastgoedbelegging gewaardeerd volgens het kostprijsmodel (kostprijs verminderd met cumulatieve afschrijvingen en cumulatieve bijzondere waardeverminderingverliezen). De kosten van groot onderhoud worden direct verwerkt in de winst- en verliesrekening.

Een vastgoedbelegging wordt niet langer geactiveerd in geval van afstoting of permanente buitengebruikstelling en bij buitengebruikstelling indien geen toekomstige economische voordelen meer worden verwacht. Winsten of verliezen bij afstoting of buitengebruikstelling van een vastgoedbelegging worden bepaald als het verschil tussen de netto opbrengst en de boekwaarde van het actief en worden verwerkt in de winst-en-verliesrekening. De te ontvangen vergoedingen bij afstoting van een vastgoedbelegging worden verwerkt tegen de reële waarde. Het verschil tussen het nominale bedrag van de vergoeding en de reële waarde wordt verwerkt als rentebate op een tijdsevenredige basis, waarbij rekening wordt gehouden met het effectieve rendement op vergelijkbare vorderingen. Eventuele verplichtingen die de vennootschap behoudt na vervreemding van een vastgoedbelegging worden verwerkt zoals toegelicht onder het hoofd voorzieningen.

Taxatie van direct vastgoed

In het kader van het bepalen van de marktwaarde van de vastgoedbeleggingen van het Fonds worden alle vastgoedbeleggingen op kwartaalbasis gewaardeerd door onafhankelijke en gekwalificeerde/ gecertificeerde taxateurs. De taxateurs zijn geselecteerd op basis van hun ervaring en kennis van de commerciële vastgoedmarkt. Om de drie jaar vindt er een rotatie of een verandering in taxateurs plaats.

De marktwaarde wordt bepaald in overeenstemming met de volgende normen en richtlijnen:

- RICS Valuation Standards, 7 Edition (de 'Red Book');
- De International Valuations Standards Council (IVS), in overeenstemming met de International Valuation Standards van juni 2014, geldig vanaf 1 januari 2015
- The Alternative Investment Fund Managers richtlijn (AIFMD), in overeenstemming met de Richtlijn 2011/61/ EU van 8 juni 2011 en een aanvulling dd 19 december 2012;
- De 28 aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants zoals vermeld in de publicatie 'Goed Gewaardeerd Vastgoed' dd 27 mei 2014

a.s.r. real estate voorziet de professionele taxateurs van de vereiste en noodzakelijke informatie voor het uitvoeren van een uitgebreide taxatie. Ten minste eenmaal per jaar wordt een volledige taxatie uitgevoerd en drie keer per jaar wordt een markt-update uitgevoerd. Voor alle vastgoedbeleggingen komt het huidige gebruik overeen met het hoogste en beste gebruik van de belegging. De Finance & Risk afdeling van a.s.r. real estate coördineert het taxatieproces en analyseert de bewegingen van de waarderingen, samen met de afdeling Asset Management. Alle bewegingen > 5% of < -5% worden besproken en volledig toegelicht door de taxateur. Elk kwartaal komen de taxateurs samen met de Asset Managers en de Fund Director bij elkaar en bespreken de uitkomst van de taxaties. Het is de verantwoordelijkheid van de Asset Managers om af te tekenen voor akkoord op elke taxatie.

Waarderingstechnieken

De waarderingmethoden zijn gebaseerd op de Discounted Cashflow Methode (DCF) en bruto en netto aanvangsrendementen methode (BAR/NAR). De gebruikte parameters hierin zijn: de netto en bruto huur, de theoretische markthuur, de huurherzieningswaarde, de resterende huurtermijn, leegstand en huurkortingen, de exit yield en de disconteringsvoet.

De waardebepaling vindt mede plaats op basis van de volgende factoren:

- Geografische informatie (locatie, bereikbaarheid, faciliteiten e.d.);
- Objecteigenschappen (onderhoud, constructie, oppervlakte, huursituatie, bestemmingsplan e.d.);
- Marktsituatie (vraag en aanbod, huurprijzen, verkoopbaarheid, referenties e.d.).

Een object kan moeilijker verkoopbaar zijn door onzekerheden in het mondiale financiële systeem, beperkte financieringsmogelijkheden of gebrek aan liquiditeiten op de kapitaalmarkt. Mede daarom vinden ieder kwartaal nieuwe taxaties plaats voor een actuele en reële inschatting van de waarde van het vastgoed.

Niet-beursgenoteerd vastgoed - vastgoedfondsen

De vastgoedfondsen worden gewaardeerd op basis van reële waarde. Bij de eerste opname worden deze beleggingen gewaardeerd tegen verkrijgingsprijs: de reële waarde van de gegeven vergoeding exclusief aankoopkosten. Vervolgens worden de beleggingen na eerste opname geherwaardeerd op reële waarde. Alle gerealiseerde en niet-gerealiseerde winsten en verliezen worden opgenomen in het waarderingresultaat. De verdiende rente op aangehouden beleggingen wordt verantwoord in het beleggingsresultaat. Op kwartaalbasis wordt de netto vermogenswaarde verstrekt door de betreffende fondsmanagers.

Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerde vastgoedaandelen worden gewaardeerd tegen actuele beurskoersen. Bij de eerste opname worden deze beleggingen gewaardeerd tegen verkrijgingsprijs: de reële waarde van de gegeven vergoeding exclusief aankoopkosten. Vervolgens worden de beleggingen na eerste opname geherwaardeerd op de reële waarde. Alle gerealiseerde en niet-gerealiseerde winsten en verliezen worden opgenomen in het waarderingresultaat. De ontvangen dividenden op aangehouden beleggingen worden verantwoord in het beleggingsresultaat.

Zie de bijlage 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

Vlottende activa en kortlopende schulden

De posten onder vlottende activa worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs minus een voorziening voor oninbaarheid. Deze voorziening wordt opgenomen wanneer objectief vaststaat dat het Fonds niet alle vorderingen (debiteuren en servicekosten) zal ontvangen conform de afspraken.

De hoogte van de voorziening beslaat het verschil tussen de boekwaarde van het actief en de geschatte toekomstige kasstromen. De mutatie in de voorziening wordt verwerkt in de resultatenrekening.

De posten onder kortlopende schulden worden eveneens gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs.

Herwaarderingsreserve

Waardevermeerderingen van activa die worden gewaardeerd tegen actuele waarde worden opgenomen in de herwaarderingsreserve. Uitzondering hierop vormen financiële instrumenten en andere beleggingen die worden gewaardeerd tegen actuele waarde, waarvoor een frequente marktnotering beschikbaar is.

Waardevermeerderingen van die activa worden onmiddellijk in het resultaat verwerkt. Daarnaast wordt voor die activa een herwaarderingsreserve gevormd ten laste van de overige reserves als er geen sprake is van frequente marktnoteringen. De herwaarderingsreserve wordt gevormd per individueel actief en is niet hoger dan het verschil tussen de boekwaarde op basis van historische kostprijs en de boekwaarde op basis van actuele waarde. De herwaarderingsreserve wordt verminderd met de gerealiseerde herwaarderingsreserve (verband houdend met systematische afschrijvingen van het actief). Op de herwaarderingsreserve worden waardeverminderingen van het betreffende actief, niet zijnde systematische afschrijvingen, in mindering gebracht. Als een actief wordt vervreemd, valt een eventueel aanwezige herwaarderingsreserve met betrekking tot dat actief vrij ten gunste van de overige reserves. Daarnaast is er een additionele herwaarderingsreserve gevormd, over de herwaarderingsreserve, voor het belang in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Valuta

De bedragen in de jaarrekening zijn uitgedrukt in euro's, de functionele valuta van het Fonds.

Transacties in vreemde valuta worden door het Fonds verantwoord tegen de valutakoers op de transactiedatum. Uitstaande saldi in vreemde valuta worden op balansdatum verantwoord tegen de slotkoers voor monetaire posten. De omrekening van niet-monetaire posten hangt af van de wijze waarop ze gewaardeerd zijn:

Historische kostprijs: omrekening vindt plaats op basis van de historische wisselkoers op de transactiedatum.

- Reële waarde: omrekening vindt plaats op basis van de wisselkoers op de datum waarop de reële waarde werd bepaald.

De resulterende koersverschillen worden als winst of verlies verantwoord onder de post koers- en valutaresultaten. Een uitzondering geldt voor wijzigingen in de reële waarde van niet-monetaire posten die worden verantwoord als bestanddeel van het eigen vermogen.

Omrekenkoersen per 31 december 2018 met als tegenwaarde 1 euro

	31 december 2018	31 december 2017
Engelse pond	0,89755	0,88765
Zwitserse frank	1,12690	1,17015
Zweedse kroon	10,135	9,8315

Resultaatbepaling

Het resultaat wordt bepaald door het verschil tussen de beleggingsopbrengsten en de kosten die zijn ontstaan in de verslagperiode. Dividendbaten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen op het moment dat het recht van de entiteit op betaling wordt gevestigd.

Gerealiseerde waardeverminderingen betreffen het verschil tussen de verkoopprijs en de boekwaarde. Ongerealiseerde waardeverminderingen betreffen het verschil tussen de reële waarde en de boekwaarde. Veranderingen in de reële waarde van de vastgoedbeleggingen worden in de winst- en verliesrekening opgenomen onder waarderingsresultaat uit beleggingen.

Huuropbrengsten

Opbrengsten uit huurovereenkomsten van onroerend goed in exploitatie worden op lineaire basis in het resultaat verwerkt over de looptijd van de overeenkomst. Verhuurincentives worden toegerekend aan de periode waarop de incentive betrekking heeft.

In de huuropbrengsten zijn niet begrepen de omzetbelasting en de bedragen die aan de huurders in rekening worden gebracht als servicekosten en operationele kosten.

De huurcontracten voor verhuurde ruimten kennen verschillende expiratedata. De contracten specificeren de huurprijs, de overige rechten en verplichtingen van huurder en verhuurder, met inbegrip van de opzegtermijn, verlengingsmogelijkheden, doorbelasting van servicekosten en operationele kosten en de grondslag voor indexatie.

Gebruik van schattingen

Bij het opstellen van de jaarrekening dient de directie, in overeenstemming met algemeen geldende grondslagen, bepaalde schattingen en veronderstellingen te doen die medebepalend zijn voor de opgenomen bedragen. De feitelijke resultaten kunnen van deze schattingen afwijken.

De vaststelling van de netto vermogenswaarde per aandeel geschiedt door de waarde van de activa, inclusief het saldo van baten en lasten over het verstreken deel van het lopende boekjaar, verminderd met de verplichtingen, te delen door het aantal uitstaande aandelen.

Indien in het kader van tijdige vaststelling van de netto vermogenswaarde delen van voornoemde berekening niet volledig bekend zijn, worden deze op basis van aannames bepaald, waarbij de nodige prudentie wordt betracht.

Deze schattingen hebben met name betrekking op het niet-beursgenoteerd vastgoed van het Fonds, waarbij de aannames voor het direct vastgoed zijn gebaseerd op interne waarde prognoses van de afdeling Research en voor de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen op basis van de door de fonds manager beschikbaar gestelde business plannen.

Kasstroomoverzicht

Het kasstroomoverzicht is opgesteld op basis van de indirecte methode. Kasstromen in buitenlandse valuta's zijn herleid naar euro's met gebruikmaking van de gewogen gemiddelde omrekeningskoersen voor de betreffende periodes.

Financiële risico's

Marktrisico niet-beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten. De waarde van het niet-beursgenoteerd vastgoed kan in Nederland of wereldwijd dalen. Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen naar vastgoedsector gespreid en streeft het Fonds naar beleggingen in strategische steden. Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed loopt het Fonds marktrisico. De waarde van niet-beursgenoteerd vastgoed is doorgaans minder volatiel dan beursgenoteerd vastgoed. Op 31 december 2018 is €243 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2017: €309 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 77).

Marktrisico direct vastgoed

De belangrijkste risico's ten aanzien van direct vastgoed worden hieronder toegelicht.

- Marktwaareschommelingen vanwege veranderingen in de vraag en het aanbod op de vastgoedmarkt
- Ontwikkeling van huurinkomsten
- Macro-economische ontwikkelingen, zoals rentestand en inflatiepercentage

Hoe groter de fluctuaties in de ontwikkelingen van deze factoren, hoe groter het marktrisico. Een waardedaling van het vastgoed heeft een negatief effect op het rendement van het Fonds.

Tegen macro-economische factoren die het waardeverloop van vastgoed bepalen, kan het Fonds zich moeilijk verweren. Wel kan het Fonds vanuit een goed beheer en een heldere visie de aantrekkingskracht van het vastgoed zoveel mogelijk waarborgen. Op basis van de fondsdoelstellingen wordt periodiek een hold-sell analyse uitgevoerd op alle objecten om vast te stellen welke er nog aan de fondsdoelstellingen en verwachte rendementen voldoen. Deze zijn bepalend of objecten toegevoegd dienen te worden aan de bestaande verkooplijst.

Door gebruik te maken van de richtlijnen van de NVRT en het gebruik van onafhankelijke externe taxateurs wordt getracht onverwachte waarderingsuitkomsten te voorkomen die een negatieve impact op het resultaat kunnen hebben. Voorts wordt elke drie jaar gewisseld van taxateurs. Hiermee wordt de visie van externe experts op de portefeuille regelmatig verversd. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar direct vastgoed marktconform is vastgesteld.

Tevens wordt het waarderingsrisico gemitigeerd door diversificatie van de direct vastgoedportefeuille naar verschillende segmenten, sectoren en locaties.

Inflatiestijgingen worden binnen de direct vastgoedportefeuille opgevangen door huurcontracten te verbinden aan CPI, waardoor het inflatierisico wordt gemitigeerd.

Marktrisico indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

Naast de directe vastgoedportefeuille wordt eveneens belegd in niet ter beurze verhandelde fondsen. De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille wordt gespreid middels ASR DPRF, CBRE DRES en ASR DMOF. Hiermee tracht het Fonds spreiding te realiseren van deze niet-beursgenoteerde indirecte vastgoedportefeuille. De portefeuille beperkt zich hiermee tot de Nederlandse vastgoedmarkt. Gedurende het afgelopen jaar hebben zich geen significante macro-economische incidenten voorgedaan die de waarde van de niet-beursgenoteerde indirecte vastgoedportefeuille significant hebben beïnvloed.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-12.127	12.127
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-24.254	24.254

Marktrisico op beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed betreft de impact op de waarde van de onderliggende portefeuille als gevolg van veranderingen op financiële markten. De aandelenkoersen van de beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen op de beurzen dalen. Door voldoende spreiding binnen de portefeuille aan te brengen is het mogelijk om een deel van het bedrijfsspecifieke risico weg te diversifiëren, waardoor vooral blootstelling aan marktrisico overblijft. Binnen het Fonds wordt gestreefd naar een optimale beleggingsmix met betrekking tot regio, sector en individuele belegging om risico te mitigeren. Op 31 december 2018 bedroeg het aandeel in beursgenoteerd vastgoed €183 miljoen terwijl per 31 december 2017 €197 miljoen belegd was in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-9.172	9.172
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-18.344	18.344

Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen zowel naar vastgoedsector als naar Europese regio gespreid. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 31 december 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 3 (pagina 78).

De beleggingen van het Fonds zijn gespreid naar sector. Lokale invloeden worden beperkt, doordat de beursgenoteerde vastgoedfondsen investeren in een onderliggende internationaal gespreide portefeuille en beleggen in buitenlands direct vastgoed. Dankzij deze diversificatie wordt het effect van sectorale of lokale ontwikkelingen op de netto vermogenswaarde van het Fonds gemitigeerd. Desalniettemin blijven aandelenportefeuilles, hoe goed gespreid ook, doorgaans volatiel. Een specificatie van de gerealiseerde en ongerealiseerde koersresultaten is in het directieverslag en in de winst- en verliesrekening opgenomen.

Debiteurenrisico direct vastgoed

Debiteurenrisico heeft betrekking op het risico dat een huurder niet langer aan haar verplichtingen kan voldoen. Daarmee is het direct gelieerd aan de kredietwaardigheid van de betreffende tegenpartij. Binnen het Fonds wordt een inschatting gemaakt van de betalingscapaciteit van tegenpartijen. Een toename van het debiteurenrisico van 10% heeft een inkomensdaling van €0,8 miljoen tot gevolg.

Opgemerkt dient te worden dat door de afbouw van de direct vastgoedportefeuille het debiteurenrisico (single obligor risk) per huurder automatisch toe is genomen ten opzichte van het voorgaande jaar.

Hoewel het Fonds de nodige voorzichtigheid in acht neemt bij de selectie van tegenpartijen voor zowel directe als indirecte vastgoedbeleggingen, kan niet worden uitgesloten dat een tegenpartij in gebreke blijft. Het kredietrisico voor het Fonds heeft vooral betrekking op de volgende zaken:

- Vorderingen uit hoofde van huur en servicekosten van debiteuren
- Dividendbelastingvorderingen
- Te vorderen bedragen (zowel investeringsbedragen als dividend) uit hoofde van indirecte vastgoedbeleggingen

De financiële instrumenten waarover het Fonds kredietrisico loopt voor wat betreft de financiële activa en financiële verplichtingen betreffen:

Financiële instrumenten waarover het Fonds kredietrisico loopt

	31-12-2018	31-12-2017
Verstrekte leningen en overige vorderingen	4.945	54.107

De financiële instrumenten waarover het Fonds kredietrisico loopt voor wat betreft het debiteurensaldo, kunnen worden ingedeeld in de volgende categorieën:

Ouderdomsanalyse debiteuren

(bedragen x €1.000)	2018	2017
0 - 30 dagen	345	17
31 - 60 dagen	-5	164
61 - 180 dagen	5	26
181 - 365 dagen	54	126
> 365 dagen	0	6
	399	339
Voorziening dubieuze debiteuren	-26	-14
Debiteurensaldo	373	325

Het debiteurenrisico is gerelateerd aan de bezettingsgraad van het verhuurde vastgoed. Door het beëindigen van huurinkomsten en het faillissement van huurders wordt de bezettingsgraad negatief beïnvloed. Dit leidt tot een neerwaartse herziening van de verwachte toekomstige kasstromen. De bezettingsgraad staat invers ten opzichte van de leegstand.

Om het leegstandsrisico te beperken streeft het Fonds ernaar om zoveel mogelijk huurovereenkomsten met een (middel) lange looptijd af te sluiten. Om de kans te verkleinen dat huurders gedurende de huurperiode niet in staat zijn aan hun verplichtingen te voldoen met mogelijk leegstand tot gevolg, wordt de solvabiliteit van potentiële huurders beoordeeld, voordat het huurcontract wordt aangegaan. Daarnaast wordt de goede staat van het vastgoed gewaarborgd door adequaat onderhoud uit te voeren en hiermee het leegstandsrisico te verkleinen. Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 is de bezettingsgraad binnen de directe vastgoedportefeuille afgenomen van 83,1% naar 74,6%. Dit werd met name veroorzaakt door de verkoop de Direct Vastgoedportefeuille. De gevoeligheidsanalyse ten aanzien van het leegstandsrisico toont aan dat een mutatie van 10% in het leegstandsrisico een impact van €0,8 miljoen tot gevolg heeft.

Valutarisico

Valutakoersen kunnen de waarde van beleggingen in effecten beïnvloeden, voor over deze niet in euro's luiden. Bij het Fonds komt dit alleen voor bij bepaalde beleggingen in liquide vastgoedaandelen. Een nadere specificatie van de gerealiseerde en ongerealiseerde valutaresultaten is in het directieverslag en in de winst- en verliesrekening opgenomen. Op 31 december 2018 was €62 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden, zijnde het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Per 31 december 2017 bedroeg dit €64 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden.

Het Fonds belegt maximaal 25% van haar beursgenoteerd vastgoedaandelen in het Verenigd Koninkrijk en beperkt hiermee de exposure naar het Britse pond. De exposure naar andere Europese valuta is niet specifiek gelimiteerd, maar wel indirect doordat het Fonds een benchmark volgt die alleen in de grootste en meest liquide

Europese vastgoedaandelen belegt, waardoor de exposure naar individuele valuta beperkt is. In het afgelopen halfjaar werd valutablootstelling niet gehedged. De exposure bedroeg daarmee 11,4% in GBP tegenover 14,3% in SKR en 8,1% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee af ten opzichte van 31 december 2017.

Renterisico

Het renterisico is het risico van rentefluctuaties op de waarde van de activa en passiva van het Fonds. Het directe vastgoed van het Fonds wordt gewaardeerd tegen marktwaarde. Een stijging van de rente kan leiden tot een lagere waardering van direct vastgoed omdat er met een hoger bruto aanvangsrendement gerekend zal kunnen worden door de taxateur. Een dalende of stijgende rente kan de waardeontwikkeling van het Fonds respectievelijk positief of negatief beïnvloeden.

Het Fonds heeft geen externe financiering anders dan het rekening-courantkredietfaciliteit van maximaal €12,5 miljoen waarvan per 31 december 2018 geen gebruik is gemaakt. De rentevergoeding bij gebruik name van het krediet bedraagt de gemiddelde éénmaands Euribor plus 100 basispunten. Indien van de faciliteit geen gebruik wordt gemaakt bedraagt de vergoeding 0,1% facility fee en €10.000 per kwartaal aan commitment fee. Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het totale vermogen is het renterisico op vreemd vermogen zeer beperkt.

De marktwaarde van beursgenoteerd vastgoed staat blootgesteld aan ontwikkelingen van de rente aangezien kasstromen worden verdisconteerd. Een stijging van de rentestand heeft daarmee een negatief effect op de waarde van aandelen. Daarbij moet de rentestand worden uitgesplitst in de reële rente en de inflatiecomponent. Inflatierisico betreft de impact op de waarde van beleggingen als gevolg van een onverwachte inflatieverandering. De impact van de onverwachte inflatie en de verandering in de rente op de waarde van de portefeuille wordt gemeten, vastgelegd en gemonitord voordat er op wordt geanticipeerd. Dit is een integraal onderdeel van de waarderingmethodiek binnen het Fonds om de contante waarde van kasstromen te berekenen (DCF) en de Gross Initial Yield. Inflatierisico is de afgelopen periode zeer beperkt gebleken.

Liquiditeitsrisico

Vanuit aandeelhoudersperspectief is de verhandelbaarheid in certificaten van het Fonds beperkt door de closed-end structuur. Dit impliceert dat de liquiditeit niet binnen het Fonds zelf wordt gecreëerd, maar dat investeerders aan elkaar participaties verkopen.

Een andere invalshoek ten aanzien van liquiditeit is inherent verbonden aan de aard van de activa waarin het Fonds belegt en investeert. Hieruit vloeit voort dat liquiditeitsrisico het risico is dat niet kan worden voldaan aan actuele (en potentiële) verplichtingen of het leveren van onderpand op de vervaldatum. Vanuit dit perspectief bestaat het liquiditeitsrisico uit twee componenten:

- Financierings-liquiditeitsrisico: Het risico dat aan verwachte en onverwachte vraag naar contanten van participatiehouders en andere contractuele partijen niet kan worden voldaan zonder onaanvaardbare verliezen te lijden of de bedrijfsvoering te schaden.
- Markt-liquiditeitsrisico: Dit risico heeft te maken met het onvermogen om activa in kasstromen om te zetten door ongunstige marktomstandigheden of -ontwrichtingen. Markt-liquiditeitsrisico heeft betrekking op de liquide waarde gevoeligheid van een portfolio door veranderingen in de grootte van de correcties op de kasstromen en veranderingen in marktwaarde. Het is bovendien gerelateerd aan de onzekere tijdsschaal voor het realiseren van liquide waarde van activa.

Het liquiditeitsrisico wordt beheerst door het beheren van financieringsbronnen en het aanhouden van voldoende liquide activa die als dekking voor onvoorziene omstandigheden kunnen worden gebruikt. Het Fonds bewaakt de liquiditeitspositie door middel van opvolgende liquiditeitsbegrotingen met als doel het garanderen dat het Fonds voldoende liquide middelen aanhoudt om te allen tijde aan de huidige en toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Alle liquide middelen staan ter vrije beschikking aan het Fonds. Zo belegt het Fonds een deel van haar vermogen in beursgenoteerde vastgoedaandelen die op korte termijn liquide kunnen worden gemaakt. Hiermee kan de portefeuille onder normale omstandigheden binnen 3 dagen deze aandelen liquide maken. Tevens beschikt het Fonds over een rekening courantkrediet van €12,5 miljoen om tijdelijke liquiditeitsbehoeften op te vangen.

Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 heeft het Fonds niet te kampen gehad met markt- liquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.

Strategie risico

Onder strategie risico wordt verstaan het risico dat de doelstellingen niet worden behaald vanwege onjuiste besluitvorming, verkeerde implementatie en/of het onvoldoende reageren op veranderingen in de omgeving.

Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. Het richt zich hierbij op de groei van haar Netto Vermogenswaarde op de lange termijn, waarbij het belang van de certificaathouders centraal staat (totaalrendement). Het Fonds streeft er momenteel naar, conform het beleggingsbeleidsplan, om 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed inclusief niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en 35% (met inachtneming van een 15% minus en 15% plus bandbreedte) in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Binnen de direct vastgoedportefeuille vindt spreiding plaats naar winkelpanden en kantoorpanden. Winkels kenmerken zich door een relatief aantrekkelijk en stabiel rendement en deze rendementen hebben een relatief grote correlatie met consumentenbestedingen. Kantoorpanden daarentegen zijn cyclisch van karakter, waardoor timing van aan- en verkopen essentieel is. Mede hierdoor zal de focus binnen de direct vastgoedportefeuille liggen bij winkelpanden. Het beleggingsbeleid hierin is gericht op spreiding ten aanzien van locatie, type beleggingsobject, solvabiliteit van de huurders en expiratedata van huurcontracten. Hierdoor wordt binnen het Fonds en de geldende limieten van het mandaat voldoende spreiding binnen de portefeuille getracht aan te brengen. Per 31 december 2018 betrof de verdeling 63% in het segment winkels ten opzichte van 25% in het segment woningen en 12% het segment kantoren ten aanzien van de niet-beursgenoteerde vastgoed portefeuille.

Binnen de beursgenoteerde vastgoedportefeuille hanteert het Fonds een norm om 75% te beleggen in 'continentaal' Europa en het restant in het Verenigd Koninkrijk. Selectie van specifieke vastgoedbedrijven genieten hier de voorkeur boven vastgoedsectoren, landen of regio's. Om de meest aantrekkelijke bedrijven te kunnen selecteren ten aanzien van de verhouding risico ten opzichte van het rendement, is binnen het Fonds deze selectie uitbesteed aan AXA Investment Managers (AXA). De AIFM maakt een risico-rendementsanalyse op basis van de strategie van het Fonds en de samenstelling van de vastgoedaandelenindex. AXA baseert zijn keuze vervolgens mede hierop bij de selectie van individuele aandelen. Om het risico voortvloeiende uit deze uitbesteding te mitigeren wordt de performance van AXA regelmatig beoordeeld door na te gaan in hoeverre de aandeleselectie heeft bijgedragen aan de outperformance van het Fonds ten opzichte van de benchmark aan de hand van geleverde performancerapportages.

Strategie risico kan onder meer ontstaan wanneer een strategie te beperkt anticipeert op bedreigingen en kansen in de markt of wanneer er onvoldoende middelen ter beschikking zijn om de strategie effectief uit te voeren. Het Fonds mitigeert dit risico door elk jaar een driejarig beleidsplan op te stellen waarin de kansen en bedreigingen in de markt geanalyseerd worden en het beleid daarop kan worden aangepast. Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en zal de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

De mate waarin de strategie van het Fonds succesvol is kan worden afgeleid van de afwijking ten opzichte van haar benchmark (17,5% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped, 17,5% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 ex UK Capped en 65% MSCI IPD Nederland). Dit wordt ook wel het relatieve performance risico genoemd. Dit risico wordt gemitigeerd door op maandbasis de performance van het Fonds af te zetten tegen de presentatie van de referentiegroep. Vervolgens worden assetmanagers ter verantwoording geroepen indien dit noodzakelijk blijkt te zijn.

Per 31 december 2018 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 53% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 40% respectievelijk 7% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2017 55% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 35% en het restant 10% betrof.

Verder heeft het Fonds te kampen met een zeker herinvesteringsrisico. Zo is het mogelijk dat ontvangen huurinkomsten tegen minder dan geplande rendementen kunnen worden herbelegd door veranderingen op de vastgoedmarkt.

Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem binnen het Fonds om zorg te dragen voor een gezond operationeel en governance systeem.

Operationele risico's

Operationeel risico betreft het risico dat fouten niet tijdig opgemerkt worden maar ook zaken als fraude door het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen en onverwachte externe gebeurtenissen. Voorbeelden van operationele risico's zijn onder meer uitbestedingsrisico's, IT risico's, integriteitsrisico's en juridische risico's. Deze risico's zijn vastgelegd in het risico management raamwerk. Daarnaast is risicobeheer binnen de gehele organisatie van a.s.r. Real Estate doorgevoerd op alle niveaus als onderdeel van de processen. Deze processen en controles zijn vastgelegd in een risico framework ISAE 3402 Type 2 en wordt jaarlijks getoetst door de externe accountant. Bij de laatste verklaringen werden geen materiële bevindingen aangetroffen door de externe accountant.

Het risico ten aanzien van het falen van IT-systemen, waardoor geen uitvoering kan worden gegeven aan afspraken met opdrachtgevers, wordt gemitigeerd door het onderhouden van service level agreements met uitbestedingspartners. Daarnaast is een business continuity plan opgesteld en evenals het informatiebeveiligingsbeleid. De AIFM voert een business impact analyse uit om de impact van de uitval van bedrijfsprocessen te bepalen, die worden vastgelegd in het business continuity formulier. Jaarlijks worden de resultaten hiervan door het Management Team binnen de AIFM beoordeeld.

Bewaarnemingsrisico

Het Fonds heeft BNP Paribas Security Services S.C.A. benoemd tot custodian van de beleggingen. Zij is in het kader van deze functie belast met de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille van het Fonds. Het Fonds loopt het risico de in bewaring gegeven activa te verliezen als gevolg van nalatigheid van de custodian of frauduleuze handelingen van de custodian. Het risico omtrent het bewaarnemingsrisico wordt zoveel mogelijk gemitigeerd door middel van een driemaandelijks overleg met de custodian ten aanzien van de naleving van de bepalingen uit het contract. Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Financiële verslaggevingsrisico

Het financiële verslaggevingsrisico heeft betrekking op het risico dat door onjuiste rapportages een onjuiste weergave van de financiële situatie van het Fonds wordt gepresenteerd. De kwaliteit van de financiële verslaglegging wordt gewaarborgd doordat dit is uitbesteed aan Caceis. Maandelijks vindt overleg plaats met deze dienstverlener om de prestaties en naleving van het contract te bespreken. Tussen 31 december 2017 en 31 december 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan. De kwaliteit van de financiële rapportages wordt gewaarborgd door middel van periodieke interne en externe audits. Daarnaast liggen er procedures vast en zijn interne controles gewaarborgd.

Compliance risico's

Wet-en regelgevingsrisico betreft het risico dat wijzigingen in wet-en regelgeving de resultaten van het Fonds beïnvloeden. Het Fonds beschikt niet over de mogelijkheid om hier enige invloed op uit te oefenen of te veranderen. Wel wordt gepoogd om snel te anticiperen op (mogelijke) veranderingen in de wet-en regelgeving.

Voor het beursgenoteerde vastgoed vindt toezicht op compliance regels plaats door AXA. Dit aangezien verschillende buitenlandse beleggingen in deze portefeuille zijn opgenomen en waardoor het Fonds is onderworpen aan plaatselijke, regionale en nationale regelgeving.

Ook staat het Fonds blootgesteld aan fiscaal en juridisch risico. Dit impliceert dat de waarde en resultaten van het Fonds negatief beïnvloed kan worden als gevolg van wijzigingen op fiscaal en juridisch gebied. Dit risico wordt gemitigeerd door adviesdiensten te verkrijgen van externe fiscalisten en juristen.

Integriteitsrisico is een belangrijk onderdeel van compliance risico en omvat onethisch gedrag van medewerkers, intern management en zakenpartners die het behalen van fondsdoelstellingen rendementen kan schaden.

Deze risico's worden door compliance bewaakt met behulp van beleid op de gebieden van:

- **Klokkenluidersregeling:** deze regeling binnen a.s.r. is in overeenstemming met de doelstelling om het vertrouwen in, en de reputatie van de organisatie te waarborgen op het gebied van deugdelijk ondernemingsbestuur (Corporate Governance)
- **Incidentenmanagement:** AIFM is verantwoordelijk voor een solide interne beheersing van haar processen. Het beleid Operationele Incidenten maakt onderdeel uit van het Integraal Risicomanagementraamwerk.
- **Customer Due Dilligence (CDD):** De norm die uit het CDD beleid van a.s.r. voortvloeit, is gericht op het creëren van een beheers omgeving met als doel het kennen van de cliënt, teneinde het risico op reputatie- en financiële schade te mitigeren.
- **Pre-employment screening:** a.s.r. ken teen screening voor alle nieuwe medewerkers. De screening bestaat uit

een interne en een externe toetsing. Voor medewerkers die een integriteitsgevoelige functie gaan vervullen geldt een aanvullende screening. Alleen als de medewerker de screening met goed gevolg heeft doorlopen mag de medewerker worden aangenomen.

Toelichting op de balans per 31 december 2018

(bedragen x €1.000 tenzij anders aangegeven)

1. Vastgoed beleggingen

1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

Direct vastgoed		
	31-12-2018	31-12-2017
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	143.727	171.664
Aankopen	0	5.043
Investeringen	13.189	9.487
Verhuurkortingen	-2.342	1.194
Verkopen	-88.988	-57.371
Gerealiseerd waarderingsresultaat	781	6.472
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	1.797	7.238
Totaal	68.164	143.727

Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 77).

De direct vastgoed portefeuille bestaat geheel uit Nederlands vastgoed en is als volgt gespecificeerd:

Direct vastgoed portefeuille		
	31-12-2018	31-12-2017
Kantorenportefeuille	0	13.980
Winkelportefeuille	68.164	129.747
Totaal	68.164	143.727

In 2018 zijn veertien winkelobjecten en twee kantoorobjecten verkocht met een verkoopopbrengst van €89,0 miljoen en een verkoopresultaat van €0,8 miljoen.

Vastgoedfondsen		
	31-12-2018	31-12-2017
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	164.877	106.920
Aankopen	0	50.087
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	9.494	7.870
Totaal	174.371	164.877

Het Fonds heeft belangen in ASR Dutch Prime Retail Fund, ASR Dutch Mobility Office Fund en het CBRE Dutch Residential Fund. Een overzicht van de opbouw van de deelnemingen in vastgoedfondsen ultimo 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 77).

1.2 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed			
	31-12-2018	31-12-2017	
Stand begin boekjaar	196.716	213.007	
Aankopen	48.341	23.440	
Verkopen	-41.712	-57.739	
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	6.146	10.887	
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	-26.054	7.121	
Totaal	183.437	196.716	

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. Een overzicht van de portefeuille is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 3 (pagina 78).

1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in 2018 was 1,85 (2017: 24,43). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 1,85 betekent dat in 1 jaar 1,85% van alle beleggingen zijn gekocht of verkocht.

1.4 Bepaling marktwaarde beleggingen

Financiële activa die gewaardeerd worden tegen reële waarde kunnen worden afgeleid van genoteerde marktprijzen, onafhankelijke taxaties, netto-contante-waardeberekeningen of een andere geschikte methode welke is gehanteerd. In onderstaande tabel wordt beknopt aangegeven welke marktwaardebepaling is toegepast bij de waardering van de beleggingen.

Marktwaarde beleggingen			
Beleggingen	Marktwaardebepaling	31-12-2018	31-12-2017
Direct vastgoed	Externe taxaties	68.164	143.727
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde	174.371	164.877
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	183.437	196.716

2. Vorderingen en overlopende posten

2.1 Debiteuren

Debiteuren		
	31-12-2018	31-12-2017
Debiteuren	399	339
Voorziening dubieuze debiteuren	-26	-14
Totaal	373	325

De debiteurenpositie is licht toegenomen ten opzichte van vorig jaar en wordt grotendeels veroorzaakt door de afrekening van ASR Utrecht Real Estate Investment Netherlands B.V. inzake de verkoop van de winkelportefeuille in oktober 2018.

2.2 Te vorderen servicekosten

Te vorderen servicekosten		
	31-12-2018	31-12-2017
Servicekosten	93	196
Totaal	93	196

2.3 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
	31-12-2018	31-12-2017
Dividend vorderingen	1.503	1.409
Nog te ontvangen bedragen	1.413	50.722
Overige vorderingen	253	385
Totaal	3.169	52.516

De overige vorderingen betreft met name de nog te ontvangen dividenden over het 4de kwartaal van 2018 voor DPRF en DMOF.

Alle vorderingen en overlopende activa hebben een looptijd van korter dan 1 jaar.

2.4 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	31-12-2018	31-12-2017
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.310	1.070
Totaal	1.310	1.070

De nog te ontvangen dividend- en bronbelasting hebben betrekking op het beursgenoteerd vastgoed en ontstaan vanuit de inhouding van belastingen op ontvangen dividenden. De dividend en bronbelasting kan worden teruggevraagd in het land van herkomst. Alle belastingvorderingen hebben een looptijd van korter dan 1 jaar.

3. Overige activa

3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	31-12-2018	31-12-2017
Banksaldi	25.712	4.223
Totaal	25.712	4.223

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds. De positie per jaareinde is ruim €20 miljoen hoger dan vorig jaar als gevolg van een dubbele betaling van een ingelegde aankooporder vanuit de polishouders (€10 miljoen) en het nog niet volledig herbeleggen van de verkoopopbrengst uit oktober 2018.

4. Eigen vermogen

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

Overzicht van mutaties in het eigen vermogen						
	Geplaatst aandelenkapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
Stand 1 januari 2017	15.816	624.733	18.788	-148.137	17.296	528.496
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	17.296	-17.296	0
Uitkering dividend	0	0	0	-15.043	0	-15.043
Uitkering agio	0	-32.500	0	0	0	-32.500
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	23.621	-23.621	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	59.725	59.725
Stand 31 december 2017	15.816	592.233	42.409	-169.505	59.725	540.678
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	59.725	-59.725	0
Uitkering dividend	0	0	0	-20.159	0	-20.159
Uitkering agio	0	0	0	0	0	0
Inkoop eigen aandelen	-2.416	-75.051	0	-3.413	0	-80.880
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-10.152	10.152	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	5.834	5.835
Stand 31 december 2018	13.400	517.182	32.257	-123.201	5.835	445.473

4.2 Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten

Het maatschappelijk kapitaal van het Fonds bedraagt €40 miljoen en bestaat uit 40 miljoen aandelen van €1 euro per stuk.

Het geplaatst aandelenkapitaal bestaat op 31 december 2018 uit 13,4 miljoen gewone aandelen tegen een nominale waarde van €1 euro welke zijn uitgegeven aan STAK ASR Property Fund.

STAK ASR Property Fund heeft tegenover de aandelen 13,4 miljoen certificaten uitgegeven aan ASR Leven (4,2 miljoen) en ASR Bewaarder (9,2 miljoen).

Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten			
	ASR leven	ASR Bewaarder	Totaal
Stand per begin boekjaar	10.271	5.545	15.816
Aandelen transacties	-6.080	3.664	-2.416
Uitgifte certificaten	0	0	0
Totaal	4.191	9.209	13.400

Intrinsieke waarde			
	31-12-2018	31-12-2017	31-12-2016
Intrinsieke waarde van het fonds	445.473	540.678	528.496
Uitstaande certificaten	13.400	15.816	15.816
Intrinsieke waarde per certificaat	33,24	34,19	33,42

De certificaten zijn volgestort middels liquide middelen. Er zijn geen bijzondere rechten aan gekoppeld.

5. Kortlopende schulden

5.1 Crediteuren

Crediteuren		
	31-12-2018	31-12-2017
Crediteuren	-24	52
Totaal	-24	52

5.2 Rekening courantkrediet

Rekening courantkrediet		
	31-12-2018	31-12-2017
Rekening courantkrediet	0	20.733
Totaal	0	20.733

Op 31 december 2018 heeft een aanpassing plaatsgevonden op het bestaande rekening courantkrediet bij ABN AMRO Bank N.V. De maximale omvang is verlaagd van €25 miljoen naar €12,5 miljoen. De rentevergoeding bedraagt de gemiddelde eenmaands EURIBOR plus 100 basispunten. Het krediet is afgesloten om niet volledig afhankelijk te zijn van verkopen van niet-beursgenoteerd vastgoed en/of beursgenoteerd vastgoed bij het financieren van tijdelijke liquiditeitsbehoeften. Er zijn geen zekerheden gegeven.

In de periode van augustus tot en met oktober 2018 is tijdelijk gebruik gemaakt van het rekening courantkrediet in verband met de dividend uitkering welke in augustus 2018 heeft plaatsgevonden.

Overige schulden		
	31-12-2018	31-12-2017
Waarborgsommen	5	86
Nog te betalen beheervergoeding	405	527
Nog te betalen accountantskosten	82	97
Overige kortlopende schulden	154	933
Nog te betalen aan participanten	10.000	195
Totaal	10.646	1.838

De nog te betalen kosten aan participanten (€ 10 miljoen) heeft te maken met een dubbele betaling van een aankooporder door de betreffende polishouder welke begin januari 2019 is terugbetaald.

5.3 Overlopende passiva

Overlopende passiva		
	31-12-2018	31-12-2017
Vooruitontvangen huur	534	349
Totaal	534	349

De vooruit ontvangen huren betreffen ontvangen betalingen van huurder welke betrekking hebben op perioden na balansdatum.

5.4 Niet in de balans opgenomen activa en verplichtingen

Het Fonds heeft zich geëngageerd aan de herpositionering van winkelobjecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen in de periode 2017-2019, waarvan ca. €11,1 miljoen tot ultimo 2018 is uitgegeven.

Bij oplevering van project Coolsingel te Rotterdam aan het ASR Dutch Core Residential Fund (ASR DCRF), heeft het Fonds zich geëngageerd om toe te treden tot ASR DCRF voor maximaal €30 miljoen.

Het Fonds heeft in 2010 een bankgarantie afgegeven aan Westinvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH voor toekomstige huurinkomsten ter hoogte van €0,3 miljoen. De garantie wordt ieder kwartaal verlaagd en heeft een looptijd tot 30 november 2021, ultimo 2018 bedraagt de garantie ca. €0,2 miljoen.

Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen x €1.000 tenzij anders aangegeven)

6. Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

Bruto huuropbrengsten direct vastgoed		
	2018	2017
Theoretische huuropbrengsten	7.280	13.860
Leegstand	-1.022	-2.412
Verhuurkortingen	-3.083	-1.222
Bruto huuropbrengsten	3.175	10.226

6.1 Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 31 december 2018 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	2018	2017
Korter dan 1 jaar	1.272	8.222
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	2.461	20.014
Langer dan 5 jaar	344	32.592
Totaal	4.077	60.828

7. Dividend vastgoedfondsen

In deze post zijn de ontvangen dividenden uit beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen verantwoord.

8. Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

In deze post zijn de ontvangen dividenden op beursgenoteerde vastgoedaandelen met inbegrip van de terug te ontvangen bronbelasting verantwoord.

9. Interestbaten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.

10. Waarderingsresultaten

In deze post zijn de resultaten op beleggingen als gevolg van koers- en valutawijzigingen en verkoopresultaten verantwoord.

10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	2018	2017
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	944	6.658
Direct vastgoed negatief	-163	-186
Totaal direct vastgoed	781	6.472
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	6.589	11.227
Koersresultaat negatief	0	0
Totaal koersresultaat	6.589	11.227
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-444	-341
Totaal valutare resultaat	-444	-341
Totaal gerealiseerde waardeveranderingen	6.926	17.358

10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	2018	2017
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	5.696	20.095
Direct vastgoed negatief	-3.899	-12.857
Totaal direct vastgoed	1.797	7.238
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	9.493	7.870
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	9.493	7.870
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	0	9.136
Koersresultaat negatief	-26.233	0
Totaal koersresultaat	-26.233	9.136
Valutare resultaat positief	180	0
Valutare resultaat negatief	0	-2.014
Totaal valutare resultaat	180	-2.014
Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen	-14.763	22.230

11. Kosten

11.1 Exploitatiekosten

De exploitatiekosten bestaan uit de operationele kosten die voor rekening van het Fonds komen en kunnen worden toegerekend aan het verslagjaar, te weten:

Exploitatiekosten		
	2018	2017
Onderhoudskosten	377	401
Vaste lasten	307	488
Leegstand servicekosten	183	165
Taxatiekosten	22	46
Overige exploitatiekosten	715	685
Totaal	1.604	1.786

Onder vaste lasten vallen aan vastgoed in exploitatie gerelateerde belastingen en verzekeringen.

De daling van de exploitatiekosten wordt voornamelijk veroorzaakt door lagere onderhoudskosten voor de kantorenportefeuille als gevolg van verkopen.

11.2 Beheerkosten

Beheerkosten		
	2018	2017
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	1.972	2.207
Bewaarloon Custodian	14	14
Totaal	1.986	2.221

Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontving in 2018 voor het beheer een vergoeding van 0,55% van het fondsvermogen exclusief vastgoedfondsen. Het Fonds betaalt geen prestatievergoeding.

Beloning van de beheerder

Alle werknemers en directieleden die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst bij ASR Nederland N.V. Tussen a.s.r. real estate en de HR-afdeling van ASR Nederland N.V. bestaat een inleenovereenkomst. De voorwaarden van deze overeenkomst zijn met terugwerkende kracht vanaf 1 januari 2015 van kracht. Tussen ASR Nederland N.V. en a.s.r. real estate bestaat een overeenkomst inzake de allocatie van de kosten. Tussen beide entiteiten is een kostenallocatiemethodiek afgesproken, waarmee op basis van fte-gedreven kostenallocatiesleutels de personeelskostentoerekening aan a.s.r. real estate plaatsvindt. Verdere informatie inzake het beloningsbeleid is terug te vinden op de website www.asr.nl.

Beloning over het boekjaar

De totale kosten van a.s.r. real estate (beheerder van het Fonds) bedraagt over het boekjaar 2018: €22,5 miljoen (2017: €24,5 miljoen). In de winst- en verliesrekening worden de baten en lasten toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben. De totale kosten bestaan uit een totale last aan personeelskosten van €15,6 miljoen (2017: €15,7 miljoen) gebaseerd op gemiddeld 150 fte, waaronder 2 directieleden. Van de totale personeelskosten is €0,4 miljoen (2017: €0,4 miljoen) toe te wijzen aan de directie van de beheerder. Het overige deel van de personeelskosten heeft betrekking op de overige personeelsleden. Per jaareinde 2018 luidt het aantal fte in dienst van a.s.r. real estate: 150 (2017: 151). De overige kosten, bestaande uit onder andere ICT, Business Support, advieskosten en marketingkosten, bedroegen €6,9 miljoen (2017: €8,8 miljoen). De beloning voor het beheer van het Fonds ten gunste van a.s.r. real estate bedraagt in 2018: €2,0 miljoen (2017: €2,2 miljoen).

Het aantal personeelsleden van a.s.r. real estate dat geheel of gedeeltelijk bij de activiteiten van het Fonds betrokken is wordt geschat op 8 fte. Deze schatting is gebaseerd op het belegd vermogen van het Fonds ten opzichte van het totaal beheerd vermogen door a.s.r. real estate.

De totale beloning voor de medewerkers van a.s.r. real estate die betrokken zijn bij het Fonds bedraagt €0,8 miljoen (2017: €1,2 miljoen). Dit bedrag is door de beheerder, via de beheervergoeding, volledig doorbelast aan het Fonds. De onderstaande tabel geeft een schatting weer van de beloning van de medewerkers betrokken bij het Fonds:

Beloning					
	Aantal begunstigen	Vaste beloning	Variabele beloning	Totaal beloning	Procentuele verdeling
2018					
Directie	2	34	0	34	4%
Identified staff	0	0	0	0	0%
Overige medewerkers	6	815	0	815	96%
Totaal	8	849	0	849	100%
2017					
Directie	2	31	0	31	3%
Identified staff	0	0	0	0	0%
Overige medewerkers	10	1.187	0	1.187	97%
Totaal	12	1.218	0	1.218	100%

Geen enkele persoon heeft een beloning ontvangen die het miljoen overschrijdt.

Er zijn geen personeelsleden wier handelen het risicoprofiel van de beleggingsentiteit in belangrijke mate beïnvloeden (identified staff), direct toe te wijzen aan het Fonds. Derhalve zijn de medewerkers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds geclassificeerd als overige medewerkers.

Lopende kosten

De lopende kosten inclusief exploitatiekosten van niet-beursgenoteerd vastgoed bedroegen in 2018 1,46% (2017: 1,40%). De lopende kosten betreffen alle kosten die gedurende 2018 ten laste van het Fonds zijn gebracht gerelateerd aan de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. Dit betreft zowel kosten die bij het Fonds, als kosten die bij vastgoedfondsen waarin het Fonds participeert, in rekening gebracht zijn. Het Fonds betaalt geen fee aan de beheerder van het Fonds over beleggingen in vastgoedfondsen om dubbele fees te voorkomen. De lopende kosten exclusief exploitatiekosten van het niet-beursgenoteerd vastgoed in het Fonds bedroegen in 2018 0,73% (2017: 0,70%).

Bewaarloon Custodian

Voor de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille is het Fond bewaarloon verschuldigd aan de custodian die afhankelijk is van het land waar het aandeel genoteerd is tussen de 0,3 en 0,8 basispunten. De overige kosten die rechtstreeks verband houden met het beheer van beleggingen, zoals settlement kosten, corporate actions en transactiekosten worden gedragen door en rechtstreeks ten laste gebracht van het Fonds.

11.3 Bewaarkosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €200 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor het direct vastgoed;
- €64 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de vastgoedaandelen;

11.4 Interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor aangehouden het rekening courantkrediet.

11.5 Overige kosten

Overige kosten		
	2018	2017
Accountantskosten	117	98
Overige kosten	168	133
Totaal	285	231

Accountantskosten

Alle accountantskosten die gemaakt worden om de jaarrekening en COS 3000 rapport over een boekjaar te controleren, worden toegerekend aan dat boekjaar. Er zijn geen honoraria betaald voor controleopdrachten en adviesopdrachten anders dan de betaalde honoraria voor de controle van de jaarrekening. De totale fee bedraagt €116 duizend, waarvan €82 duizend nog betaald moet worden.

Overige kosten

Dit betreffen de overige kosten, zoals benchmark onderzoek, depositary fee, kosten voor opmaken jaarverslag.

Werknemers

Het Fonds heeft in 2018 geen personeel in dienst (2018: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. real estate.

Bezoldiging

De vergoeding van €15 duizend (exclusief btw) over 2018, aan het externe lid van de raad van advies, bestaat uit periodiek betaalde beloningen. Over het jaar 2017 was de vergoeding eveneens €15 duizend (exclusief btw). Verder zijn er geen bezoldigingen uitbetaald of toegekend aan directie en raad van advies leden.

12. Resultaatbestemming

Voorstel resultaatverdeling

Dividend

Conform de statuten zal aan de houders van de aandelen op de komende algemene vergadering van aandeelhouders worden voorgesteld een dividend uit te keren.

Teneinde te kunnen voldoen aan haar fiscale verplichtingen, kan het dividend per aandeel tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders aangepast worden, zodat het Fonds tenminste aan haar uitdelingsplicht zal voldoen.

Voorstel resultaatverdeling

Het voor uitkering beschikbare resultaat bedraagt:

Voor uitkering beschikbare resultaat 2018	
Voor uitkering beschikbare fiscale winst	2018 11.682

Het voorstel is om een dividend uit te keren van €1,02 per aandeel, welke is gebaseerd op het aantal geplaatste en volgestorte aandelen d.d. 27 maart 2019 (11.450.000 stuks).

Gebeurtenissen na balansdatum

Op 5 maart 2019 heeft er een inkoop eigen aandelen plaatsgevonden in het Fonds van 1.950.000 stuks

Op 21 januari 2019 heeft de verkoop plaatsgevonden van het belang van het Fonds in CBRE DRES voor een bedrag van €62 miljoen aan ASR Leven.

Utrecht, 27 maart 2019

ASR Property Fund N.V. Directie

De heer drs. D. Gort MRE MRICS

De heer drs. M.R. Lavooi RBA

Overige gegevens

Statutaire regeling resultaatbestemming

Artikel 19 van de statuten bepaalt:

- Lid 1** De vennootschap kan aan de aandeelhouders en andere gerechtigden tot de voor uitkering vatbare winst slechts uitkeringen doen voor zover haar eigen vermogen groter is dan het bedrag van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal, vermeerderd met de reserves die krachtens de wet moeten worden aangehouden.
- Lid 2** De vennootschap zal de voor uitdeling vatbare winst uitkeren met inachtneming van het daaromtrent bepaalde in artikel 28 Wet op de vennootschapsbelasting 1969 en het Besluit beleggingsinstellingen.
- Lid 3** De winst blijkende uit de door de algemene vergadering vastgestelde winst- en verliesrekening staat ter beschikking van de algemene vergadering.
- Lid 4** De vennootschap mag tussentijds slechts (winst-)uitkeringen doen, indien aan het vereiste van lid 1 is voldaan blijktens een tussentijdse vermogensopstelling in overeenstemming met de wet. De vennootschap legt de vermogensopstelling bij het handelsregister neer binnen acht dagen na de dag waarop het besluit tot uitkering wordt bekendgemaakt.
- Lid 5** De vordering tot uitkering verjaart door een tijdsverloop van vijf jaren te rekenen vanaf de dag van betaalbaarstelling.

Controleverklaring van de onafhankelijke accountant

Aan: de aandeelhouders en de directie van ASR Property Fund N.V.

Verklaring over de in het jaarverslag opgenomen jaarrekening 2018

Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2018 van ASR Property Fund N.V. te Utrecht gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van ASR Property Fund N.V. op 31 december 2018 en van het resultaat over 2018 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijke Wetboek (BW).

De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2018;
- de winst-en-verliesrekening over 2018;
- de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

De basis voor ons oordeel

Wij hebben onze controle uitgevoerd volgens het Nederlands recht, waaronder ook de Nederlandse controlestandaarden vallen. Onze verantwoordelijkheden op grond hiervan zijn beschreven in de sectie Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening.

Wij zijn onafhankelijk van ASR Property Fund N.V. zoals vereist in de Wet toezicht accountantsorganisaties (Wta), de Verordening inzake de onafhankelijkheid van accountants bij assurance-opdrachten (ViO) en andere voor de opdracht relevante onafhankelijkheidsregels in Nederland. Verder hebben wij voldaan aan de Verordening gedrags- en beroepsregels accountants (VGBA).

Wij vinden dat de door ons verkregen controle-informatie voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel.

Verklaring over de in het jaarverslag opgenomen andere informatie

Naast de jaarrekening en onze controleverklaring daarbij, omvat het jaarverslag andere informatie, die bestaat uit:

- de kerncijfers
- het jaarverslag;
- de overige gegevens;
- bijlagen.

Op grond van onderstaande werkzaamheden zijn wij van mening dat de andere informatie:

- met de jaarrekening verenigbaar is en geen materiële afwijkingen bevat;
- alle informatie bevat die op grond van Titel 9 Boek 2 BW is vereist.

Wij hebben de andere informatie gelezen en hebben op basis van onze kennis en ons begrip, verkregen vanuit de jaarrekeningcontrole of anderszins, overwogen of de andere informatie materiële afwijkingen bevat. Met onze werkzaamheden hebben wij voldaan aan de vereisten in Titel 9 Boek 2 BW en de Nederlandse Standaard 720. Deze werkzaamheden hebben niet dezelfde diepgang als onze controlewerkzaamheden bij de jaarrekening.

De directie is verantwoordelijk voor het opstellen van de andere informatie, waaronder het jaarverslag en de overige gegevens in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW.

Beschrijving van verantwoordelijkheden voor de jaarrekening

Verantwoordelijkheden van de directie voor de jaarrekening

De directie van de beleggingsentiteit is verantwoordelijk voor het opmaken en getrouw weergeven van de jaarrekening in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW. In dit kader is de directie verantwoordelijk voor een zodanige interne beheersing die de directie noodzakelijk acht om het opmaken van de jaarrekening mogelijk te maken zonder afwijkingen van materieel belang als gevolg van fouten of fraude.

Bij het opmaken van de jaarrekening moet de directie afwegen of de beleggingsentiteit in staat is om haar werkzaamheden in continuïteit voort te zetten. Op grond van genoemd verslaggevingsstelsel moet de directie de jaarrekening opmaken op basis van de continuïteitsveronderstelling, tenzij de directie het voornemen heeft om de beleggingsentiteit te liquideren of de activiteiten te beëindigen of als beëindiging het enige realistische alternatief is. De directie moet gebeurtenissen en omstandigheden waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de beleggingsentiteit haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten, toelichten in de jaarrekening.

Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

Onze verantwoordelijkheid is het zodanig plannen en uitvoeren van een controleopdracht dat wij daarmee voldoende en geschikte controle-informatie verkrijgen voor het door ons af te geven oordeel.

Onze controle is uitgevoerd met een hoge mate maar geen absolute mate van zekerheid waardoor het mogelijk is dat wij tijdens onze controle niet alle materiële fouten en fraude ontdekken.

Afwijkingen kunnen ontstaan als gevolg van fraude of fouten en zijn materieel indien redelijkerwijs kan worden verwacht dat deze, afzonderlijk of gezamenlijk, van invloed kunnen zijn op de economische beslissingen die gebruikers op basis van deze jaarrekening nemen. De materialiteit beïnvloedt de aard, timing en omvang van onze controlewerkzaamheden en de evaluatie van het effect van onderkende afwijkingen op ons oordeel.

Wij hebben deze accountantscontrole professioneel kritisch uitgevoerd en hebben waar relevant professionele oordeelsvorming toegepast in overeenstemming met de Nederlandse controlestandaarden, ethische voorschriften en de onafhankelijkheidseisen. Onze controle bestond onder andere uit:

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de beleggingsentiteit;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;
- het vaststellen dat de door de directie gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de beleggingsentiteit haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring. Toekomstige gebeurtenissen of omstandigheden kunnen er echter toe leiden dat een beleggingsentiteit haar continuïteit niet langer kan handhaven;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen;
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

Wij communiceren met de directie onder andere over de geplande reikwijdte en timing van de controle en over de significante bevindingen die uit onze controle naar voren zijn gekomen, waaronder eventuele significante tekortkomingen in de interne beheersing.

Den Haag, 27 maart 2019

Ernst & Young Accountants LLP

w.g. M.J. Knijnenburg RA

Bijlage 1: Fiscale aspecten

Hieronder volgt slechts een summierere behandeling van de meest relevante fiscale aspecten van het beleggen in het Fonds, uitgaande van de huidige Nederlandse fiscale wetgeving en jurisprudentie met uitzondering van bepalingen die met terugwerkende kracht worden ingevoerd.

Vennootschapsbelasting

Het Fonds opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt in dat het Fonds aan vennootschapsbelasting onderworpen is tegen het tarief van 0%, indien aan de in de wet vennootschapsbelasting en bijbehorende besluiten genoemde voorwaarden wordt voldaan, zoals de voorwaarde dat de voor uitdeling beschikbare winst jaarlijks binnen acht maanden na afloop van het jaar als dividend wordt uitgekeerd. Koersresultaat op effecten en verkoopresultaten van overige beleggingen worden via de zogenoemde herbeleggingsreserve in het vermogen verwerkt en behoeven daardoor niet te worden uitgekeerd. Een deel van de aan het beheer van de beleggingen verbonden kosten moeten op de herbeleggingsreserve in mindering worden gebracht. Daarnaast gelden er ook aandeelhouderscriteria, waarbij het Fonds hiervoor op basis van beleid van het Ministerie van Financiën heeft aangesloten bij de door de Staatssecretaris in de wetsgeschiedenis gedane toezeggingen. Op 29 januari 2017 heeft de staatssecretaris een nieuw besluit hierover uitgevaardigd. Met de belastingdienst heeft in 2017 afstemming over dit besluit plaatsgevonden. Voor de toepassing van dit besluit geldt een overgangstermijn van 5 jaar, zodat op basis hiervan tot 11 januari 2021, effectief tot en met het boekjaar eindigend op 31 december 2020, de unit-linked polishouder als aandeelhouder/ certificaathouder worden aangemerkt.

Overdrachtsbelasting

Met ingang van 1 januari 2011 kwalificeert het Fonds, als gevolg van de herziening van de belastingwetgeving, als Onroerend Zaak Rechtspersoon voor de overdrachtsbelasting. Vooralsnog heeft de wijziging van de status geen directe gevolgen voor het huidige belang van de zittende aandeelhouders. Voor de toekomst kan dit betekenen dat wijzigingen in het aandeelhoudersbelang in de heffing van overdrachtsbelasting wordt betrokken.

Dividendbelasting

In verband met uit te keren dividend

Het Fonds dient over de uitgekeerde dividenden in beginsel 15% dividendbelasting in te houden en af te dragen aan de Nederlandse belastingdienst. Een uitkering uit de herbeleggingsreserve kan vrij van dividendbelasting plaatsvinden.

In verband met te ontvangen dividenden

Het Fonds kan op aangifte af te dragen dividendbelasting een vermindering toepassen wegens ten laste van hem ingehouden dividendbelasting en buitenlandse bronbelasting. Een buitenlandse bronbelasting wordt daarbij in aanmerking genomen tot een maximum van 15% van de opbrengst waarop zij drukt en vervolgens verminderd met het bedrag waarvoor buitenlandse aandeelhouders in het Fonds ten gevolge van o.a. verdragstoepassing een beroep kunnen doen op een vermindering of teruggaaf van dividendbelasting. De buitenlandse bronbelasting die is ingehouden op dividenden die het Fonds ontvangt, kan voor zover meer bronbelasting is ingehouden dan waartoe het betreffende buitenland op grond van verdragsbepalingen gerechtigd is worden teruggevraagd van de buitenlands belastingdienst.

De Certificaathouders

Certificaathouders wordt aangeraden bij hun eigen fiscaal adviseur advies in te winnen omtrent alle fiscale aspecten met betrekking tot de certificaten STAK ASR Property Fund.

Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2018

Portefeuille vastgoedaandelen 31 december 2018

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x €1.000)	Belang
België	Cofinimmo	4.173	
		4.173	2,28%
Duitsland	Tag Immobilien	2.887	
	Deutsche Euroshop Ag	1.677	
	Leg Immobilien	11.846	
	Deutsche Wohnen Ag	17.600	
	Vonovia Se	17.815	
		51.825	28,25%
Frankrijk	Icade	4.921	
	Fonc.des Regions	5.389	
	Gecina	8.475	
	Klépierre Sa	7.818	
	Unibail Rodamco	17.250	
		43.853	23,90%
Nederland	Eurocommercial Prop.N.V.	1.877	
		1.877	1,02%
Oostenrijk	Ca-Immob.-Anlagen Ag.	3.453	
		3.453	1,88%
Spanje	Inmobiliaria Colonial S.a.	2.774	
	Merlin Properties	4.721	
		7.495	4,09%
Verenigd Koninkrijk	Lon & Stam Pty	330	
	Shaftesbury	1.277	
	Great Portland Estates Plc	1.454	
	Segro Plc.	4.918	
	Cap Count Pty	1.182	
	Derwent London Plc	2.384	
	Hammerson Plc.	1.475	
	British Land Co. Plc	3.564	
Land Securities Group P.l.c.	4.302		
		20.886	11,39%
Zweden	Hemfosa Fastigheter AB	1.799	
	Wallenstam Ab.	2.351	
	Ab Hufvudstaten AB	2.634	
	Wihlborgs Fast	2.726	
	Fabege AB.	5.130	
	Nyfosa AB	1.100	
	Castellum AB	6.949	
	Fastighets Balder -B	3.481	
		26.170	14,27%
Zwitserland	Mobimo Holding Namen	1.765	
	Psp Swiss Property AG	5.758	
	Swiss Prime Site AG	7.412	
		14.935	8,14%
Luxemburg	Aroundtown SA	6.570	
	Grande City Properties SA	2.200	
		8.770	4,78%
Totaal beleggingen vastgoedaandelen		183.437	100%

Colofon

© 2019

Tekst

a.s.r. real estate

Ontwerp

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

a.s.r.
de nederlandse
verzekerings
maatschappij
voor alle
verzekeringen

www.asrrealestate.nl