

Halfjaarbericht 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

Halfjaarbericht 2018

ASR Property Fund N.V.

Inhoudsopgave

Kerncijfers	2
<hr/>	
Halfjaarbericht	4
Risico's	17
Portefeuilleontwikkeling	26
Resultaatontwikkeling	32
<hr/>	
Financiële resultaten eerste halfjaar 2018	40
Balans	41
Winst- en verliesrekening	42
Kasstroomoverzicht	43
<hr/>	
Toelichting	44
Toelichting op de balans	44
Toelichting op de winst- en verliesrekening	51
<hr/>	
Risico	55
Financiële risico's	55
Strategierisico	58
Operationele risico's	59
<hr/>	
Bijlagen	61
Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2018	61
Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2018	62

Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2018	6 maanden t/m 30-6-2017
Fondsresultaat		
Direct resultaat	2,6%	2,5%
Indirect resultaat	0,0%	1,5%
Fondskosten	-0,3%	-0,3%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%
Totaal fondsresultaat	2,3%	3,7%
Rendement per aandeel		
Uitgekeerd dividend	0,0%	2,8%
Uitgekeerd agio	0,0%	0,0%
Koersrendement	2,3%	0,9%
Totaal rendement per aandeel	2,3%	3,7%
Koersverloop (bedragen in €)		
Koers begin periode	34,19	33,42
Fondsresultaat	0,79	1,24
Uitgekeerd agio	0,00	0,00
Uitgekeerd dividend	0,00	-0,95
Koers einde periode	34,98	33,71

Resultaat per beleggingscategorie in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2018	6 maanden t/m 30-6-2017
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	2,7%	3,1%
Exploitatiekosten	-0,4%	-0,6%
Indirect resultaat	-0,9%	0,2%
Overige baten & lasten	0,1%	0,1%
Totaal direct vastgoed	1,5%	2,8%
Vastgoedfondsen		
Dividend vastgoedfondsen	2,3%	2,4%
Indirect resultaat	2,5%	1,8%
Totaal vastgoedfondsen	4,8%	4,2%
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	3,2%	3,4%
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Dividend	3,4%	2,9%
Indirect resultaat	-1,6%	2,6%
Totaal beursgenoteerd vastgoed	1,8%	5,5%

Portefeuilleresultaat in bedragen

	30-6-2018	30-6-2017
Netto vermogenswaarde fonds	517.001	540.678
Niet-beursgenoteerd vastgoed	315.897	308.604
Beursgenoteerd vastgoed	185.141	196.716
Overige activa	19.411	58.330
Totaal activa fonds	520.449	563.650

Kernresultaten

	6 maanden t/m 30-6-2018	6 maanden t/m 30-6-2017
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	3.891	5.401
Exploitatiekosten	-622	-983
Dividend vastgoedfondsen	3.779	3.128
Direct resultaat	7.048	7.546
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.972	2.799
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-62	-63
Overige baten & lasten	170	87
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	10.128	10.369
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend vastgoedaandelen	6.312	5.711
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	-2.952	5.135
Overige koers- en valutaresultaten	-19	-16
Totaal beursgenoteerd vastgoed	3.341	10.830
Fondskosten		
Beheerfee	-1.066	-1.139
Administratieve kosten	-127	-130
Overige kosten	-141	-149
Totaal fondskosten	-1.334	-1.418
Financieringsresultaat (netto)	-235	-46
Fondsresultaat na belastingen	11.900	19.734

Halfjaarbericht

De directie biedt hierbij haar halfjaarbericht aan voor het halfjaar dat geëindigd is op 30 juni 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 en aandachtsgebieden 2018

Het Fonds behaalde over het eerste halfjaar van 2018 een fondsresultaat van 2,3% na fondskosten, waarvan 2,6% direct rendement betrof, het indirect rendement nihil was en de fondskosten 0,3% bedroegen.

De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille behaalde een positief resultaat van 3,2% en de beursgenoteerde portefeuille 1,8%. Medio 2018 bestond het Fonds voor 61% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 35% uit beursgenoteerd vastgoed en 4% uit liquiditeiten.

In maart is er voor €35 miljoen aan eigen aandelen ingekocht om de uitstroom van participanten te faciliteren. De jaarlijkse dividenduitkering aan certificaathouders over het in 2017 behaalde resultaat (€1,37 per aandeel) heeft plaatsgevonden op 8 augustus 2018. De strategie van het Fonds is erop gericht om de direct vastgoed investeringen om te zetten in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee kan het Fonds participeren in portefeuilles in de meest stabiele en aantrekkelijke vastgoedmarkten met een grotere spreiding dan het Fonds met haar eigen middelen zelf zou kunnen bewerkstelligen. Gedurende 2018 is er door het Fonds nadere invulling gegeven aan de transitie van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille conform het beleggingsbeleidsplan 2018 – 2020.

Evenals in 2017 vonden er in het eerste halfjaar van 2018 binnen de niet-beursgenoteerde portefeuille geen significante faillissementen plaats. Begin 2018 werd Kijkshop, na een eerdere aankondiging om filialen af te stoten, failliet verklaard. Het faillissement van Kijkshop had nauwelijks impact op het Fonds doordat het maar één huurcontract in de portefeuille betreft.

Als gevolg van succesvolle verkopen van direct vastgoedobjecten in 2017 en het eerste halfjaar van 2018 is het aandeel direct vastgoed terug gebracht naar €147 miljoen medio 2018 (medio 2017: €174 miljoen). Gedurende 2018 zijn een kantoorpand en winkelpanden in respectievelijk Hilversum, Oosterhout, Bergen op Zoom, Leeuwarden en Dordrecht verkocht. De direct vastgoedportefeuille bestaat op enkele solitaire panden na uit een viertal grotere objecten. Op het herontwikkelingsproject aan de Lijnbaan in Rotterdam na streeft het Fonds ernaar om zoveel mogelijk van de direct vastgoedportefeuille af te bouwen in 2018.

Doordat de opbrengsten uit de verkoop van het kantorencomplex Meerparc in 2018 aan het Fonds werden overgemaakt is eind 2017 kortstondig gebruik gemaakt van de beschikbare rekening-courant faciliteit. Als gevolg hiervan stond er per eind 2017 een vordering op de balans (te ontvangen verkoopopbrengst), welke begin januari 2018 werd ingelost. Hierdoor was er per 31 december 2017/1 januari 2018 een positie van 10,7% overige activa en bedroeg de Loan-to-Value 4,1%. De rekening courant positie is direct na de ontvangst van de verkoopopbrengst van Meerparc in januari 2018 afgelost.

Het eerste halfjaar van 2018 stond voornamelijk in het teken van een tweetal hoofdthema's: het afnemende aandeelhoudersbestand en de wijzigingen in (fiscale) wetgeving voor fiscale beleggingsinstellingen ('FBI'). Zoals vermeld in het jaarverslag 2017 heeft a.s.r. besloten, in verband met de voorkeur voor een andere beleggingsmix, om voor het (pensioen-) product 'Werknemerspensioen', het Fonds niet mee te nemen in haar fondsselectie van 2018. Als gevolg van de combinatie van reguliere en incidentele uitstroom zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

ASR PF is momenteel een NV die de status van een FBI nastreeft, waarbij de huidige beleggingsportefeuille bestaat uit beursgenoteerd vastgoed, niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed. Initieel zou ASR PF door (wets-)wijzigingen in de aandeelhoudersvereisten van FBI's per 1 januari 2021 haar FBI-status verliezen en hierdoor de vrijstelling van vennootschapsbelastingaangifte ('VPB-aangifte') verliezen. Additioneel zal volgens het Regeerakkoord 2017 - 2021 per 1 januari 2020 de vrijstelling van VPB-aangifte voor FBI's vervallen bij het houden van direct vastgoed dan wel fiscaal transparante niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. De deadline van 1 januari 2021 voor het vinden van een oplossing voor ASR PF is hierdoor dus met een jaar vervroegd naar 1 januari 2020.

Op Prinsjesdag 2018 zal meer bekend worden gemaakt over de nieuwe kabinetsmaatregelen.

In het kader van de toekomstige uitstroom en voorgenoemde (fiscale) wetswijzigingen zijn er meerdere structurele oplossingsrichtingen onderzocht in het eerste halfjaar van 2018 die beide ontwikkelingen moeten ondervangen. De uitgangspunten hiervoor zijn een juridische structuur die het mogelijk maakt om het resultaat zonder VPB-druk uit te keren aan certificaathouders en een portefeuillesamenstelling die kan voorzien in de toekomstige liquiditeitsbehoefte.

Het Fonds zou in de toekomst het resultaat zonder VPB-druk kunnen uitkeren aan haar certificaathouders als de huidige structuur van het fonds wordt omgezet naar een Fonds voor Gemene Rekening ('FGR'). Om dagelijkse liquiditeit te kunnen faciliteren is het voornemen om de portefeuille van het Fonds volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed. 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 de toekomstige liquiditeitsbehoefte voorzien kunnen worden.

In het vervolg van 2018 zal verder worden onderzocht hoe een juridische en portefeuilleherstructurering vorm gegeven kan worden. De hieruit voortkomende voorstellen zullen worden voorgelegd aan de directie en raad van advies van het Fonds, respectievelijk ter goedkeuring en advisering. Indien de voorgestelde plannen positieve besluiten en adviezen ontvangen zal de herstructurering in het restant van 2018 en 2019 worden uitgevoerd. De doelstelling is om per 1 januari 2020 de juridische en portefeuilleherstructurering afgerond te hebben.

De raad van advies kwam in de eerste helft van 2018 tweemaal bijeen, de directie kwam zevenmaal bijeen. Tijdens deze vergaderingen werden onder andere de volgende onderwerpen behandeld:

- Jaarverslag 2017
- Beleggingsbeleidsplan 2018 – 2020
- Toekomstsscenario's
- Herstructurering
- (Des-)investeringsvoorstellen
- Inkoop eigen aandelen
- Dividendvoorstel 2018

Strategie van het Fonds

Het Fonds streeft er momenteel naar om, conform het beleggingsbeleidsplan, 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 50%-80%) van alle activa te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met inachtneming van een bandbreedte van 20%-50%) in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Met een portefeuille samengesteld uit niet-beursgenoteerd vastgoed en Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft het Fonds een unieke positie in het spectrum aan mogelijkheden voor particuliere beleggers. Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed geven de stabiliteit die de beleggingscategorie vastgoed kenmerkt doordat de waarderingen niet worden beïnvloed door sentimenten op de beurs. De portefeuille beursgenoteerde vastgoedaandelen bestaat uit Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Met deze verdeling wil het Fonds het karakter van direct vastgoed behouden in combinatie met de aantrekkelijke rendementen en betere liquiditeit van beursgenoteerde vastgoedaandelen. Beursgenoteerde vastgoedaandelen bieden door hun liquiditeit de flexibiliteit om bijvoorbeeld op de kortere termijn op ontwikkelingen in te spelen.

Het beleggingsbeleid voor de gehele portefeuille wordt afgezet tegen een gewogen 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.

Voor de niet-beursgenoteerde portefeuille is de strategische doelmix per 1 juli 2017 in de benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed (MSCI/IPD Netherlands Quarterly Universe) doorgevoerd, bestaande uit 40% winkels, 30% woningen en 30% kantoren. Deze gewogen benchmark had in het eerste halfjaar van 2018 dezelfde strategische verdeling als de portefeuille (65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% vastgoedaandelen).

In het kader van de nieuwe visie over de gewenste sectorale verdeling van de strategische doelmix voor de niet-beursgenoteerde portefeuille is die verdeling per 1 juli 2017 in de benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed doorgevoerd.

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 voor het beursgenoteerd vastgoed (tracking error van maximaal 1,2%) waartegen de resultaten van deze deelportefeuille worden afgemeten.

Als gevolg van de toekomstige uitstroom van participanten en (fiscale) wetwijzigingen wordt het Fonds herstructureerd. Om in de toekomst dagelijkse liquiditeit te kunnen faciliteren zal de strategie van het Fonds zich per 1 januari 2020 volledig richten op Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

In 2019 zal stapsgewijs de transitie worden gemaakt van de huidige naar de nieuwe strategie.

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. Eind 2017 is eenmaal gebruik gemaakt van de beschikbare rekening-courant faciliteit welke 3 januari 2018 volledig is afgelost.

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

Structuur van het Fonds

Het Fonds heeft geen personeel in dienst. a.s.r. real estate is aangesteld als AIF-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 vastgoedaandelen. a.s.r. real estate belegt namens opdrachtgevers 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 – Fondsrestricties

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 niet-beursgenoteerd en 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 het eerste halfjaar van 2018 voldeed het Fonds aan deze restricties.

Bewaarder

Custodian

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om voor het Fonds voor beursgenoteerd vastgoed een bewaarder (Custodian) aan te stellen. Dit gebeurt op basis van een custody services agreement. Voor het Fonds betreft dit BNP Paribas Securities Services S.C.A. (BNP).

Verantwoordelijkheden van BNP als Custodian voor beursgenoteerd vastgoed betreffen:

- 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.

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 (49) en de heer M.R. Lavooi (45). De heer Lavooi zit sinds 21 december 2006 in de directie, de heer Gort is per 1 januari 2008 in functie getreden. Beide directeuren hebben een universitaire titel behaald aangevuld met vakgerichte opleidingen op het gebied van (vastgoed) beleggingen en hebben beide meer dan 20 jaar relevante werkervaring. 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 in beginsel maandelijks bijeen in een directieoverleg waarbij ook de fund manager, fund controller, 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 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 bewaarder voor het Fonds.

Duurzaamheid

Het Fonds streeft naar een beleggingsportefeuille met lange termijn waarde, welke 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 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 duurzame 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 gestoeld op vier P's die het gehele spectrum rondom Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen omvatten. Elke P belicht het MVO-beleid vanuit een ander perspectief. 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 2020 bereikt hebben. In veel gevallen lukt dat al eerder. Bovendien zijn de meeste strategische doelstellingen structureel van aard.

Strategische doelstellingen 2018-2020

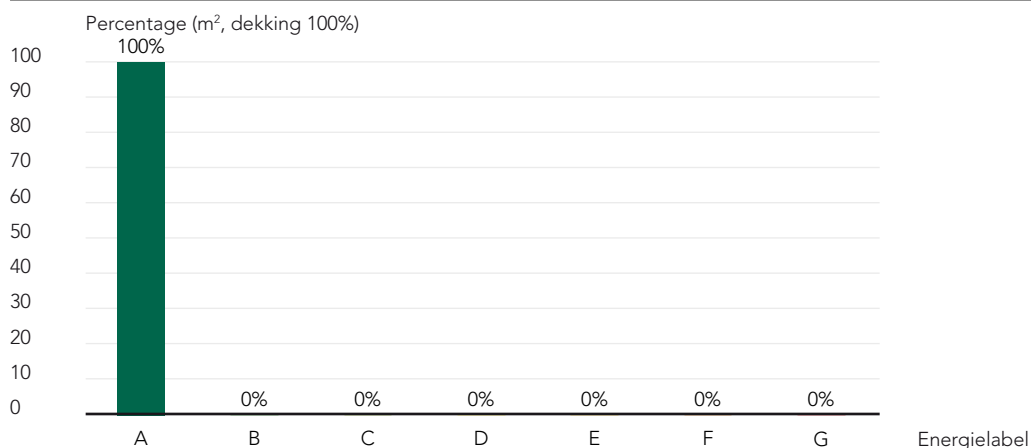
Property 	Partners 	Planet 	People 
Duurzame portefeuille	Duurzame partners in langetermijnrelaties	Bijdrage aan milieu en maatschappij	Blijvend inzetbare medewerkers
<ul style="list-style-type: none"> • Direct vastgoedportefeuille volledig voorzien van geldende energielabels • Minimale Green Star GRESB score met drie van de vijf sterren voor direct en niet-beursgenoteerd vastgoed • Inzicht krijgen in het objectief scores van ESG voor beursgenoteerd vastgoed 	<ul style="list-style-type: none"> • Optimale betrokkenheid ketenpartners • Voortdurende toetsing op MVO-eisen en doelstellingen • Huurderstevredenheid minimaal een 7.0 • Nieuwe huurcontracten 100% green lease 	<ul style="list-style-type: none"> • Energiegebruik en CO₂-uitstoot -10% t.o.v. 2014 • Investeren in gebieden • Bijdragen aan de kansen en ontwikkeling van scholieren en studenten 	<ul style="list-style-type: none"> • Persoonlijke ontwikkeling medewerkers • Geïnformeerde en betrokken medewerkers • Medewerkerstevredenheid > 80% • Optimale organisatorische inbedding

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.

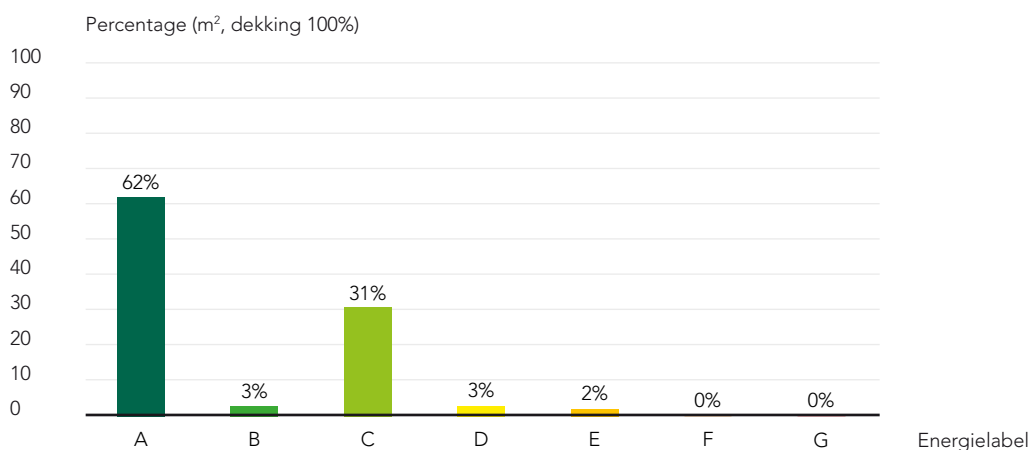
Sinds 2015 is een gedeelte van de direct vastgoedportefeuille van het Fonds omgezet in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee kan het Fonds participeren in portefeuilles in de meest stabiele en duurzame vastgoedmarkten met een grotere spreiding dan het Fonds met haar eigen middelen zou kunnen bewerkstelligen. Het Fonds blijft actief verder gaan met de transitie van de direct vastgoedportefeuille naar participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Door deze transitie wordt er geen direct vastgoed meer aangekocht en weinig gerenoveerd. Dit beperkt de mogelijkheden om een actieve bijdrage te leveren aan de verduurzaming van de directe portefeuille. Bij grootschalige investeringen in de directe portefeuille worden de mogelijk om verder te verduurzamen altijd meegenomen.

Vanaf 1 januari 2015 is het energielabel verplicht bij de verkoop, verhuur of oplevering van kantoorpanden, woningen en winkelruimten. De volledige directe kantoor- en winkelportefeuille van het Fonds is voorzien van een energielabel. Het laatste kantoorobject in het Fonds is in het bezit van een energielabel A. Voor de winkelportefeuille geldt dat 95% (was 93% per ultimo 2017) een groen energielabel heeft.

EPA-labels kantoren



EPA-labels winkels



Niet-beursgenoteerd Vastgoed

Naast de direct vastgoedportefeuille participeert het Fonds in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die bij voorkeur een helder MVO-beleid hebben en naleven. Net als voor de direct vastgoed portefeuille wordt het duurzaamheidsbeleid van de niet-beursgenoteerde fondsen transparant gemaakt door deelname aan de GRESB. Het Fonds heeft de doelstelling om te beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met minimaal een GRESB Green Star met drie van de vijf sterren score. Fondsen die net zijn opgericht moeten de ambitie hebben om, binnen een realistische periode, minimaal een GRESB Green Star score te behalen met drie van de vijf sterren. Om op portefeuilleniveau uitgebreide analyses uit te kunnen voeren gaat het Fonds de mogelijkheden van het GRESB Real Estate Investor Membership nader onderzoeken.

GRESB-score

Fonds	Score
ASR Property Fund (direct vastgoed)	Green Star met drie sterren (score 64)
ASR Dutch Prime Retail Fund	Green Star met drie sterren (score 66)
ASR Dutch Mobility Office Fund	GRESB de prestaties van het voorgaande jaar beoordeelt zal ASR DMOF voor het eerst in 2018 deelnemen.
CBRE Dutch Residential Fund	Green Star met vijf sterren (score 86)

Beursgenoteerd Vastgoed

Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan 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. Het doel is om net als bij niet-beursgenoteerd vastgoed (GRESB) de ESG prestatie van beursgenoteerde vastgoedfondsen transparant en objectief te maken. Een dergelijke tool dient de beursgenoteerde fondsen op basis van diverse indicatoren eenduidig te scoren. Dit biedt het Fonds de mogelijkheden om in de toekomst uitgebreidere portefeuille analyses te maken en concrete doelstellingen te formuleren en periodiek te beoordelen.

Waardering van direct vastgoed

De manager participeert met het vastgoed van het Fonds in de MSCI/IPD vastgoedindex, zowel in 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. 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.

Markontwikkelingen

Economische ontwikkelingen

In de eerste helft van 2018 heeft de Nederlandse economie goed gepresteerd. Het bruto binnenlands product (BBP) groeide in het eerste kwartaal met 2,8% ten opzichte van een jaar eerder; daarmee werd de sterke economische groei van 2017 gecontinueerd. De groei wordt breed gedragen en veel sectoren profiteren mee. Het volume van zowel import als export kende in de eerste vijf maanden van 2018 een groei van meer dan 4% op jaarbasis (CBS, 2018). De omliggende landen kenden ook een duidelijke economische groei, maar niet zo stevig als de Nederlandse. De groei van het BBP van de Eurozone bedroeg 2,5% op jaarbasis in het eerste kwartaal. Voor de komende jaren verwacht het CPB dat de Nederlandse economie voldoende fundamenten bevat om door te groeien. Voor 2018 voorspelt het CPB een bbp-groei van 2,9% (CPB, juni 2018).

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 juni 2018 bijna 200.000 hoger dan een jaar eerder. Het aantal werklozen nam af met 90.000, tot circa 340.000 (CBS, 2018). Volgens de definitie van de International Labour Organisation (ILO) nam de werkloosheid in Nederland af tot 3,9%. Dat is een lager percentage dan de meeste andere Europese landen.

De Nederlandse inflatie neemt in 2018 langzaam maar zeker toe. In de maanden februari, maart en april was – door lage brandstofprijzen – de inflatie op jaarbasis nauwelijks meer dan 1%, maar daarna nam de inflatie volgens de consumentenprijsindex toe tot 1,7% in juni (CBS, 2018). Dat is hoger dan in de jaren 2015 tot en met 2017 (respectievelijk 0,6%, 0,3% en 1,4%), maar lager dan het langjarige gemiddelde. Het prijsniveau in de Eurozone is met 1,5% gestegen vergeleken met het eerste halfjaar van 2017. De verwachting is, dat de inflatie in Nederland het komende halfjaar 1,6% blijft en in 2019 toeneemt tot 2,1% (Consensus Forecast, 2018). De inflatie in de Eurozone blijft echter onder de 2%; het is dus niet te verwachten dat de ECB, die een inflatie van 2% of net daaronder nastreeft, de rente op korte termijn drastisch zal verhogen. Dat is gunstig voor Europese investeerders.

In de eerste vijf maanden van 2018 is de consumptie door Nederlandse huishoudens gegroeid met 2,5% (CBS, 2018) ten opzichte van een jaar eerder. Consumenten geven meer geld uit, met name aan voedings- en genotmiddelen. De stemming onder consumenten is ook goed te noemen: al 21 maanden op rij ligt het consumentenvertrouwen boven de +20, terwijl het langjarige gemiddelde onder nul ligt (-3). Consumenten zijn positief over het economische klimaat (+43), maar ook hun koopbereidheid is bovengemiddeld (CBS, 2018).

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Investerings in Nederlands direct vastgoed bedroegen ruim €10 miljard in het eerste halfjaar van 2018, dit is een stijging van bijna 40% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. Met name op de woningmarkt vonden de grootste transacties plaats, zoals de transactie van Nationale Nederlanden door Vesteda van €1,5 miljard. Dergelijke transacties van deze omvang komen incidenteel voor. De woningmarkt heeft de kantorenmarkt zelfs ingehaald als grootste beleggingscategorie. De beleggingsfocus lijkt zich te verspreiden door meerdere regio's in Nederland, en niet alleen meer gefocust te zijn op de Randstad en de andere grote steden. Dit komt met name door particuliere beleggers; institutionele beleggers lijken zich juist meer op hun kernregio's te focussen en zien in de huidige markt de kans om hun portefeuilles op te schonen. Particuliere beleggers springen hierop in en treden weer toe tot de beleggingsmarkt (CBRE, 2018)

Nederlandse winkelruimtemarkt

Investerings in Nederlands direct vastgoed bedroegen ruim €10 miljard in het eerste halfjaar van 2018, dit is een stijging van bijna 40% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. Met name op de woningmarkt vonden de grootste transacties plaats, zoals de transactie van Nationale Nederlanden door Vesteda van €1,5 miljard. Dergelijke transacties van deze omvang komen incidenteel voor. De woningmarkt heeft de kantorenmarkt zelfs ingehaald als grootste beleggingscategorie. De beleggingsfocus lijkt zich te verspreiden door meerdere regio's in Nederland, en niet alleen meer gefocust te zijn op de Randstad en de andere grote steden. Dit komt met name door particuliere beleggers; institutionele beleggers lijken zich juist meer op hun kernregio's te focussen en zien in de huidige markt de kans om hun portefeuilles op te schonen. Particuliere beleggers springen hierop in en treden weer toe tot de beleggingsmarkt (CBRE, 2018).

De online detailhandelsverkoop groeide wederom sterk met maar liefst 21,8% in het eerste kwartaal. De online omzet van winkels waarvan de verkoop via het internet een nevenactiviteit is (multi-channelers) groeide met maar liefst 26%. Daarmee laat de online verkoop via internet al jaren een zeer sterke en continue groei zien van boven de 20% (CBS, 2018).

Het aantal faillissementen in de detailhandel is in het eerste half jaar van 2018 laag gebleven. Slechts 191 retailers gingen er failliet, wat vergelijkbaar is met het eerste halfjaar van 2017 (CBS, 2018).

Naast het lage aantal faillissementen nemen winkeliers opnieuw meer personeel in dienst. Aan het einde van het eerste kwartaal waren er ongeveer 24,8 duizend vacatures in de detailhandel, een procentuele stijging van ruim 24%. Tegelijkertijd was in Q1 2018 het aantal vervulde vacatures op het hoogste niveau sinds CBS begon met het vastleggen van deze cijfers (CBS, 2018).

Het aantal leegstaande winkels is in het eerste half jaar gestaag afgenomen tot 7,5%. Dit komt neer op ruim 15.000 leegstaande winkelpanden. Leegstand gemeten in vierkante meters is afgenomen van 7,2% naar 6,9% (Locatus, 2018). De afname is met name toe te schrijven aan onttrekkingen aan de markt door sloop en herbestedingen van winkelvastgoed naar andere functies (bijvoorbeeld woningen en horeca), maar ook door invulling van voormalige V&D-panden (voornamelijk door Hudson's Bay). Vooral de binnensteden van de grote steden doen het goed vanwege hun aantrekkingskracht door een goede mix van retail, horeca en leisure. Van alle winkelpanden in de binnensteden presteert het topsegment (A1) het best en kent het significant lagere leegstandscijfers. De secundaire winkelstraten, veelal de aanloopstraten, tonen een hoger en soms toenemend leegstandscijfer (Locatus, 2018).

Ondanks de verbeteringen op de winkelruimtemarkt blijft de sterke tweedeling tussen primaire en secundaire locaties bestaan. De verhouding tussen vraag en aanbod naar winkelruimte is niet overal hetzelfde. Voor veel gemeenten (met name in perifeer gelegen krimpgebieden) ligt er nog steeds een uitdaging om de binnenstad weer vitaal te maken. Niet elke gemeente kiest hierbij voor een succesvolle aanpak, waardoor de leegstand daar een structureel probleem blijft.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

Onder invloed van een goed presterende economie doen veel bedrijven het goed en neemt de vraag naar kantoorruimte snel toe, wat uiteindelijk resulteert in aanzienlijk hogere opnamecijfers. In het eerste half jaar is ruim 765.000 m² kantoorruimte opgenomen, wat aanzienlijk meer is dan het eerste halfjaar van 2017 (476.000 m²). De hogere opname komt met name door een sterk tweede kwartaal. In het tweede kwartaal van 2018 bedroeg de Nederlandse opname namelijk 510.000 m², een stijging van ongeveer 90% in vergelijking met het tweede kwartaal van 2017 (CBRE, 2018). Een belangrijk deel van de marktdynamiek vindt plaats in de G4-steden: in Q2

2018 bijna 66%. Het aandeel van Amsterdam is opnieuw aanzienlijk en vertegenwoordigde 33% van het nationale opnamecijfer.

De leegstand van Nederlandse kantoren is in het eerste half jaar vrijwel onveranderd gebleven. Van de totale kantorenvorraad staat ongeveer 12,5% van de voorraad leeg. In de G4 is de leegstand significant lager, namelijk 7,6%. Binnen de G4-steden heeft Amsterdam (6,2%) de laagste leegstand en Rotterdam (14,4%) verreweg de hoogste (CBRE, 2018). Een duidelijke trend in de Nederlandse kantorenmarkt is de groeiende vraag naar kantoorruimte die aansluit op openbaar vervoer knooppunten. Deze trend is merkbaar in het verschil in leegstand tussen kantoorlocaties nabij treinstations en kantoorlocaties die niet nabij een treinstation zijn gelegen. In de G4 is de leegstand van kantoren nabij intercity treinstations 5,1%, terwijl op overige locaties in de G4 de leegstand maar liefst 12,5% bedraagt (CBRE, 2018).

Met name in de CBD's van de grote steden en in bepaalde grote regionale centra neemt de leegstand snel af als gevolg van aanhoudende transformatie, groeiende opnamecijfers en het ontbreken van nieuwe kantoorontwikkelingen. In 2017 is ongeveer 565.000 m² kantoorruimte getransformeerd naar een andere functie (vooral woningen en hotels). Dit komt neer op circa 1,1% van de totale kantorenvorraad. Het tempo van transformaties ligt in 2017 echter wel fors lager dan in 2016, toen ruim een miljoen vierkante meter werd getransformeerd (Dynamis, 2018). Het lijkt daarmee dat de relatief gemakkelijk te transformeren kantoorgebouwen inmiddels zijn opgepakt.

In het eerste half jaar 2018 zijn de tophuurprijzen van kantoorruimte vrijwel stabiel gebleven. De hoogste huren in Nederland liggen rond de €410 per m² per jaar. Deze huren gelden alleen voor de meest aantrekkelijke locaties in Amsterdam, zoals de Zuidas en Oud-Zuid. De tophuren in Rotterdam, Den Haag en Schiphol bleven ook stabiel. Utrecht toonde echter voor het derde kwartaal op rij een verhoging van €10 tot €265 per m² per jaar. Deze toename in Utrecht is een weerspiegeling van de huidige marktdynamiek in het CBD van Utrecht. Sommige locaties in Amsterdam lieten ook een stijging zien van de tophuur: voorbeelden zijn Zuidoost, IJ-oeveren en Sloterdijk. Deze (secundaire) locaties in Amsterdam profiteren van de krappe marktsituatie aan de Zuidas. De gemiddelde huur in Nederland was de laatste jaren stabiel: €120 per m². (CBRE, 2018).

Nederlandse woningmarkt

In het eerste halfjaar van 2018 heeft de woningmarkt de sterke prijsgroei van 2017 gecontinueerd. De stijging van de huizenprijzen was in het eerste kwartaal van 2018 maar liefst 9% op jaarbasis. De groei zette zich in het daarop volgende kwartaal verder voort met 8,8% in vergelijking tot een jaar eerder (CBS, 2018). Dit zijn de hoogste groeicijfers sinds de crisis van 2008. De druk op de woningmarkt neemt wel verder toe. Dit valt af te leiden uit de daling van het aantal transacties. In het afgelopen kwartaal werden er nog 53.000 woningen verkocht, wat een daling van 9,3% betekent in vergelijking tot een jaar geleden. De woningprijzen zijn dan ook de piek van 2008 al ruimschoots gepasseerd. De gemiddelde transactieprijs bedroeg toen €259.000. Inmiddels is de gemiddelde verkoopprijs opgelopen tot €285.000 (CBS, 2018).

Regionaal gezien zijn er nog verschillen in prijzen en dynamiek. Er zijn regio's met een evenwichtige koopwoningmarkt, maar een toenemend aantal regio's kent een sterke verkopersmarkt. Dit geldt met name voor de Randstad, waar de prijsontwikkeling het sterkst is. Rotterdam is hierin koploper van de vier grote steden, met een groeipercentage van 14,4% in vergelijking tot het tweede kwartaal van 2017. Amsterdam volgt als tweede met 13,4%. De meeste provincies buiten de Randstad kenden een groeicijfer van tussen de 7 en 8%. Zeeland blijft echter achter met een prijsstijging van 4,4%. De woningprijzen in Flevoland groeiden opvallend genoeg het snelst (11,6%) (CBS, 2018).

Voor de huurwoningmarkt is eveneens een stijgende trend waarneembaar, ook al is de huurgroei wel aan het stabiliseren. In het eerste kwartaal van 2018 bedroeg de mediane huurprijs €9,48 per m². Een jaar eerder was dit nog €9,21 (MVG, 2018). Het verschil tussen appartementen en eengezinswoningen wordt echter wel duidelijk groter. In 2011 betaalde men €1,34 meer per m² voor een appartement in vergelijking tot een eengezinswoning. Nu is dat verschil opgelopen naar €2,97. Dit komt doordat de appartementen voor een groot gedeelte in de steden liggen waar de prijzen het snelst gestegen zijn. Ook neemt het relatieve aantal appartementen toe: van 60% van de huurwoningvoorraad in 2012 naar 69% in 2018.

De vraag naar koopwoningen blijft hoog door de lage rentetarieven voor hypotheek (gemiddeld tussen 2 en 3%), het consumentenvertrouwen en de krapte in het aanbod van woningen. Daarnaast blijft de nieuwbouwproductie (huur en koop) nog altijd achter bij de vraag in de regio's met een krappe woningmarkt. Het aantal te koop aangeboden woningen is met 34% gedaald sinds het eerste kwartaal van 2017 (NVM, 2018). Wederom is deze daling het sterkste onder de appartementen.

Voor de huurwoningmarkt geldt eveneens dat het aanbod achterblijft bij de vraag (Capital Value, 2018). Met name in het middensegment, €710 - €1.000 per maand, zijn er onvoldoende woningen beschikbaar. Nederland is onderhevig aan demografische verandering; het bevolkingsaantal neemt toe, het aantal huishoudens blijft stijgen en de gemiddelde huishoudensgrootte daalt al geruime tijd.

Deze veranderingen zorgen, tezamen met het relatief lage aantal gebouwde woningen voor een blijvend tekort aan woningen. Het aantal uitgegeven bouwvergunningen is gedaald, met circa 10% op jaarbasis (CBS, 2018). Dit heeft onder andere te maken met sterk stijgende bouwkosten en de beperkte ruimte voor nieuwbouwlocaties in grote steden. Opvallend is dat, ondanks de toegenomen vraag, er nog onvoldoende plannen voor huurwoningen worden gerealiseerd. Dit is ook één van de redenen dat de overheid met de nodige maatregelen is gekomen om de investeringen in de huurwoningmarkt te stimuleren.

In het eerste halfjaar van 2018 zijn circa 31.000 nieuwbouwwoningen gerealiseerd, daarmee ligt het aantal nieuwbouwwoningen op het niveau van eind jaren negentig (CBS, 2018). Ramingen van ABF Research tonen aan dat het woningtekort tot en met 2020 blijft oplopen, naar bijna 190.000 woningen. Voornamelijk in de Randstad en de grote steden daarbuiten leiden de bovenstaande ontwikkelingen tot een structureel tekort aan woningen. In meer perifere regio's met een teruglopende of gelijkblijvende bevolking is dit veel minder aan de orde. In Amsterdam en Utrecht blijft het woningtekort ook in het huursegment aanzienlijk.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

Beursgenoteerd vastgoed zette de positieve performance van eind 2017 aanvankelijk in 2018 voort. De angst voor sneller dan verwachte stijgende rente onder beleggers leidde van januari 2018 tot negatieve koersontwikkelingen die aanhielden tot medio maart. Beursgenoteerde vastgoedaandelen hadden op dat moment een koersontwikkeling vanaf het begin van het jaar doorgemaakt van ruim -6,5% (AXA IM, 2018). De onderliggende resultaten van de beursgenoteerde vastgoedfondsen lieten relatief sterke resultaten zien, waarbij er sprake was van stijging van zowel het operationele resultaat als de waardering van het vastgoed. Winkelvastgoedfondsen zoals Unibail Rodamco slaagden erin de huurinkomsten en bezoekersaantallen van diens winkelcentra te verhogen. Echter, winkelfondsen met kwalitatief minder goede portefeuilles zagen een daling van de huurinkomsten en hebben de portefeuille moeten afwaarderen.

De oplopende spanningen tussen de VS en China zorgde in maart ervoor dat beleggers investeerden in defensievere sectoren, zoals vastgoed. Hierdoor stegen de koersen voor beursgenoteerd vastgoed met respectievelijk 3.59% in maart en 4.33% in april. In mei en juni presteerde de markt vrijwel vlak met een rendement van respectievelijk 0.64% en 0.35% (AXA IM, 2018). De ECB heeft aangekondigd te starten met het verkrappen van het monetaire beleid en daarbij aangegeven dat het obligatie opkoopprogramma stapsgewijs wordt teruggebracht vanaf eind 2018. Tegelijkertijd heeft de ECB aangegeven dat de rente langere tijd op een laag niveau zal worden gehouden, waarmee de angst voor relatief snelle rentestijgingen van beleggers voor een belangrijk deel werd weggenomen.

De Brexit onderhandelingen tussen het Verenigd Koninkrijk en de EU zijn actueel. Na het tussenakkoord in december 2017 is er nog geen overeenstemming bereikt over enkele Brexit onderhandelingspunten. Vergeleken met 2017 zijn de koersontwikkelingen voor Europese en Britse vastgoedaandelen naar aanleiding van de Brexit beperkt gebleven. Uiterlijk oktober 2018 dient er een overeenkomst te zijn tussen de Britse regering en de EU om een soft Brexit per 29 maart 2019 mogelijk te maken. Binnen de Britse regering en conservatieve partij is er nog geen consensus over de te volgen koers voor de uittreding uit de EU. De (onzekerheid) van deze ontwikkelingen kan negatieve gevolgen hebben voor met name de Britse vastgoedfondsen.

Vooruitzichten 2018

Economische vooruitzichten

- Verwacht wordt dat er wereldwijd sprake zal zijn van een brede economische groei voor de komende jaren. De gevolgen van de huidige Amerikaanse invoerbeperkingen zijn voor alsnog klein. Wel is er een risico op escalatie van het handelsconflict met de VS, wat grotere economische gevolgen zou kunnen hebben. De anti-Europese stemming in Italië en Engeland vormt nauwelijks een risico; Brexit vormt nog de grootste uitdaging, maar de (nadelige) gevolgen zullen naar verwachting vooral het Verenigd Koninkrijk zelf treffen. Wellicht zullen zelfs enkele multinationals Nederland als nieuwe vestigingsplaats kiezen.
- De groei van zowel de Europese als de Nederlandse economie zet zich de komende jaren door en verloopt in een goed tempo. Alle macro-economische indicatoren presteren beter dan de langjarige trend; met name de sterk verbeterde werkgelegenheid biedt ruimte voor een voortzetting van de economische groei. De werkloosheid neemt nog verder af: in 2019 is de werkloosheid naar verwachting slechts 3,4%: het laagste percentage sinds 2001 (CPB, 2018).
- Verwacht wordt dat de inflatie, die in 2016 en 2017 is toegenomen, zowel in Nederland als in Europa de komende jaren nog licht zal oplopen. Voor 2018 wordt een Europese inflatie van 1,7% verwacht, dat is dus lager dan de Europese doelstelling van 2% (Consensus Forecast, 2018).
- Het opkoopprogramma van de ECB, dat als doel heeft de Europese economie aan te wakkeren, wordt waarschijnlijk aan het eind van 2018 beëindigd. Volgens president Draghi gaat de ECB niet voor september 2019 sleutelen aan haar rente op bancaire leningen.

Vastgoedbeleggingsmarkt

- De lange termijn rente zal naar verwachting ook in 2018 op een laag niveau blijven, maar zal licht oplopen. Dit betekent dat vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën, zoals obligatie en aandelen, een interessant beleggingsproduct blijft vanwege de gunstige rendements-/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.
- Vanwege het gebrek aan eersteklas vastgoedbeleggingen, zullen beleggers meer en meer buiten de Randstad op zoek gaan naar vastgoedbeleggingen. Over het algemeen zijn dit locaties die tot voor kort nog werden vermeden vanwege het gepercipieerde hogere risicoprofiel. Daarmee lijkt de drang naar het wegzetten van kapitaal en de zoektocht naar rendement belangrijker geworden.
- Het komend jaar te realiseren beleggingsvolume lijkt, door het gebrek aan beleggingsproduct, het volume van 2017 naar verwachting lastig te kunnen evenaren. De hoogte van het beleggingsvolume is mede afhankelijk van de beschikbaarheid aan vastgoed portefeuilles. De verwachting is dat het volume tussen het niveau van 2016 en 2017 zal uitkomen, wat neer komt op een niveau van rond de €16,5 miljard.

Nederlandse winkelruimtemarkt

- Positieve economische omstandigheden zorgen voor meer consumentenbestedingen, Daarmee wordt de ingezette omzetgroei gecontinueerd.
- De grotere binnensteden laten een beter herstel zien en profiteren meer van de huidige economische groei dan de kleinere binnensteden en andersoortige winkelgebieden. Dit zal met name ook zichtbaar zijn in de leegstandcijfers.
- Daarnaast zal net als in de afgelopen jaren de divergentie tussen toplocaties en secundaire locaties verder toenemen. De vraag naar A-winkellocaties zal naar verwachting onveranderd groot blijven, kleine en middelgrote steden in de periferie blijven het moeilijk houden. De hoge leegstand in deze gebieden zorgt voor een neerwaartse druk op de huurprijzen.
- 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 (runshopping), de binnensteden zullen het verschil moeten maken om de consument aan zich te binden (funshopping).
- Supermarkten blijven in 2018 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 food concepten.
- Dominante winkelcentra blijven een aantrekkelijke beleggingscategorie vanwege het hogere rendementsprofiel en de mogelijkheid om een grotere hoeveelheid kapitaal in een keer te kunnen beleggen.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

- De toenemende divergentie tussen steden en in de deelmarkten binnen steden, zal komende kwartalen blijven toenemen. Amsterdam (inclusief Schiphol) is veruit de aantrekkelijkste stad voor (kantoorhoudende) bedrijven, gevolgd door de andere G4-steden Utrecht, Rotterdam en Den Haag. Vooral kantoorlocaties nabij OV-knooppunten en multifunctionele locaties blijven in trek.
- De toenemende divergentie zorgt ook dat transformaties op de onaantrekkelijke locaties worden versneld en extra plancapaciteit op de aantrekkelijke locaties wordt gestimuleerd (bijvoorbeeld Zuidas Amsterdam en Utrecht CBD).
- Door de toenemende vraag naar kantoorruimte op de toplocaties daalt de leegstand in deze markten significant. Hierdoor ontstaat er een opwaartse druk, vooral in Amsterdam en Utrecht, op de huurprijzen. Ondanks de recente nieuwbouwontwikkelingen op toplocaties en het opheffen van bouwbeperkingen van nieuwe kantoren in Amsterdam, wordt verwacht dat er een tekort blijft aan kantoren op de beste locaties.
- Op de investeringsmarkt zal de vraag naar kantoren naar verwachting hoog blijven. Investeerders verwachten zowel waarde- als huurgroei, terwijl aanvangsrendementen naar verwachting stabiliseren op de prime CBD-locaties zoals Amsterdam Zuidas. De overige G4-locaties zoals Utrecht, Den Haag en Rotterdam lijken nog wat achter te blijven in de cyclus, wat enige ruimte laat voor scherpere aanvangsrendementen en stijgende huurprijzen in de komende kwartalen.
- Vanwege het hoge opnamecijfer in het eerste halfjaar, wordt verwacht dat het Nederlands opnameniveau in 2018 hoger zal zijn dan het opnamevolume van 2017. Inschatting is dat de opname om en nabij de 1,5 miljoen m² zal bedragen. Door de combinatie van transformatie, reductie van de plancapaciteit en de grote vraag zal de landelijke leegstand naar verwachting aan het eind van dit jaar onder de 12% komen.

Nederlandse woningmarkt

- Het positieve economische klimaat in combinatie met de historisch (zeer) lage hypotheekrente zorgt voor stijgende prijzen op de Nederlandse woningmarkt. De prijsstijging in het eerste kwartaal van 2018 was met 9% op jaarbasis zeer sterk. Hoewel de groei in het daaropvolgende kwartaal iets afzwakte naar 8,8% worden er in de komende kwartalen nog steeds sterke groei cijfers verwacht. Het groeitempo zal naar verwachting wel iets verder dalen.
- Het aantal transacties daalt vrij sterk. De krapte op de woningmarkt neemt toe, zeker in de Randstad. De nieuwbouw trekt niet snel genoeg aan om dit op korte termijn tegen te gaan. De verwachting is dan ook dat het aantal transacties zal blijven dalen in de komende kwartalen.
- Er is nog steeds een grote hoeveelheid aan (buitenlands) kapitaal beschikbaar om te investeren in Nederlandse woningen. Het gebrek aan product en grote beleggingsportefeuilles maakt het moeilijk om daadwerkelijk het beschikbare kapitaal te beleggen.
- De vraag van beleggers naar nieuwbouwwoningen is de afgelopen periode groot geweest, terwijl de productie (in vergunningen) beduidend achter is gebleven. Op de goede locaties in de beter presterende woningmarkten, zoals Amsterdam en Utrecht, is de vraag dermate hoog, dat projecten tegen zeer scherpe aanvangsrendementen worden gekocht. Als gevolg van de aanhoudende interesse van beleggers uit binnen- en buitenland, is het de verwachting dat in de komende kwartalen de aanvangsrendementen nog scherper worden.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Het lage renteklimaat zal naar verwachting aanhouden in de Eurozone, wel worden stimuli zoals het opkoopprogramma geleidelijk afgebouwd door de ECB. Vastgoed kan hierdoor een aantrekkelijke beleggingscategorie zijn vanwege het relatief hoge dividendrendement.
- In de VS heeft de FED de rente al enkele malen verhoogd. De markt verwacht dat de FED in 2018 de rente nog enkele malen zal verhogen. Vooralsnog heeft de hogere rente in de VS niet gezorgd voor lagere koersen van Europees beursgenoteerd vastgoed. Bij verdere stijging van de rente in de VS kan dit echter niet worden uitgesloten.
- Duitse woningen zijn vanwege hun karakteristieken in 2018 gevoelig gebleken voor rentestijgingen op de obligatiemarkt. De goede operationele performance van deze fondsen maakt ze aantrekkelijk voor beleggers, maar zijn gevoelig voor rentestijgingen op de obligatiemarkt vanwege hun defensieve karakter.
- Unibail-Rodamco heeft haar overname van Westfield in het eerste half jaar van 2018 afgerond. Een aantal andere omvangrijke overnames van beursgenoteerde bedrijven waren om uiteenlopende redenen niet succesvol. De achterliggende redenen om overnames te doen blijft voor vastgoedbedrijven bestaan. De verwachting is dat er meerdere overname pogingen zullen plaatsvinden van beursgenoteerde vastgoedfondsen.

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. Doelstelling van deze integrale wijze vastlegging van het risicomanagement is 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 toezichthouders.

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 beleggingscomités 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 8.

Risico- en beleggingscomités			
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	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	1 x 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, secretaris, directeur Finance & Risk, directeur Vastgoed, directeur Group Risk Management, directeur Group Asset Management

Risicocomité ('RC')

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

Control Risk Self Assessment ('CRSA')

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 CRSA. 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 CRSA 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 CRSA 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 a.s.r. 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
- integriteitsrisico
- 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 geobjectieerd 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 30 juni 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 heeft 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 30 juni 2018 was de bezettingsgraad binnen de Direct Vastgoedportefeuille toegenomen van 83,1% naar 87,2%. • De voorziening dubieuze debiteuren is tussen 31 december 2017 en 30 juni 2018 toegenomen tot €56 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. • Binnen het fonds wordt valutarisico niet gehedged. 	<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 30 juni 2018 14% GBP, 12,5% in SKR en 7,5% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee iets toe ten opzichte van 31 december 2017. • Het valutaresultaat per 30 juni 2018 bedroeg €284 duizend negatief (31 december 2017: €341 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 25 miljoen euro. Per ultimo 2017 is voor €20,7 miljoen 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 het Fonds zijn illiquide investeringen vanwege de closed-end structuur. • De vastgoedmarkt is over het algemeen illiquide. • Beleggers kunnen alleen hun participaties verkopen aan het Fonds. 	<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 30 juni 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.
Strategierisico's			
Strategierisico	<ul style="list-style-type: none"> • Onder strategierisico 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 direct vastgoedportefeuille vindt spreiding plaats plaats naar winkelpanden en kantoorpanden. • Binnen de beursgenoteerde vastgoedportefeuille 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 een vergelijking te maken met de benchmark. • Op operationeel niveau is het strategierisico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> • Per 30 juni 2018 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 61% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 35% respectievelijk 4% 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. • 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 de laatste verklaringen 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 30 juni 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Financieel verslaggevingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> De kwaliteit van de jaarrekening van het Fonds wordt gegarandeerd door periodieke interne en externe audits. 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. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2017 en 30 juni 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 alternatief investeringsfonds conform de Alternative Investment Fund 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 30 juni 2018 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Portefeuilleontwikkeling

Portefeuilleontwikkeling: algemeen

De beleggingen van het Fonds bestonden 30 juni 2018 uit 61% niet-beursgenoteerd vastgoed, 35% beursgenoteerd vastgoed en 4% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

Waarde en verdeling van de beleggingen

	30-06-2018		31-12-2017	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	315.897	61%	308.604	55%
Beursgenoteerd vastgoed	185.141	35%	196.716	35%
Overige activa	19.411	4%	58.330	10%
Totaal	520.449	100%	563.650	100%

De totale activa van het Fonds daalde in het eerste halfjaar 2018 met €43,2 miljoen tot €520,4 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd stegen met €7,3 miljoen tot €315,9 miljoen door €10,3 miljoen aan investeringen, een positief waarderingsresultaat van €2,9 miljoen, €0,5 miljoen aan geactiveerde verhuurkortingen en verkopen €6,4 miljoen.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €11,6 miljoen tot €185,1 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een verkoop van vastgoedaandelen van €8,6 miljoen en een negatief waarderingsresultaat van €3 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 30 juni 2018 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

Fonds verdeeld naar activa per 30-06-2018



Het Fonds heeft in het eerste halfjaar één grote uitgaande kasstroom gehad, zijnde een inkoop eigen aandelen in maart voor €35 miljoen.

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 CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES'). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2018 is te vinden in dit halfjaarbericht op pagina 61 (bijlage 1).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

Kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille			
		30-06-2018	31-12-2017
WINKELS			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		18	22
Aantal huurcontracten		52	58
Netto verhuur oppervlak m ²		44.319	46.560
Markthuur / Contracthuur		92%	97%
Bezettingsgraad		90%	84%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)		83,9	82,9
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)		6,2	6,2
KANTOREN			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		1	2
Aantal huurcontracten		8	9
Netto verhuur oppervlak m ²		6.877	8.236
Markthuur / Contracthuur		99%	91%
Bezettingsgraad		72%	75%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)		27,5	27,0
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)		11,2	11,2
WONINGEN			
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
CBRE Dutch Residential Fund (€)		57,7	55,0
CBRE Dutch Residential Fund (% belang)		3,5	3,5

Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie					
		30-06-2018		31-12-2017	
Direct vastgoed	146.797	46%	143.727	47%	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	169.100	54%	164.877	53%	
Totaal	315.897	100%	308.604	100%	

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in het eerste halfjaar 2018 toe met €7,3 miljoen tot €315,9 miljoen, met name als gevolg van een positief (on)gerealiseerd herwaarderingsresultaat van € 3 miljoen, €10,3 miljoen aan investeringen in het winkelobject te Amersfoort voor huurder Hudson's Bay Company ('HBC') en verkopen direct vastgoed €6,4 miljoen.

Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

Onroerend goed in exploitatie		
	30-06-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	143.727	171.664
Aankopen	0	5.043
Investerings	10.255	9.487
Verhuurkortingen	523	1.194
Verkopen	-6.394	-57.371
Waarderingsresultaten	-1.314	13.710
Totaal	146.797	143.727

In 2018 zijn vier winkelobjecten en een kantoorobject verkocht met een verkoopopbrengst van €6,4 miljoen en een verkoopresultaat van - €0,1 miljoen.

Het direct vastgoed verdeeld naar segment op 30 juni 2018 was als volgt:

Direct vastgoed verdeeld naar segment				
	30-06-2018		31-12-2017	
Kantorenportefeuille	11.557	8%	13.980	10%
Winkelportefeuille	135.240	92%	129.747	90%
Totaal	146.797	100%	143.727	100%

Huurders direct vastgoed

Binnen de kantoren- en winkelportefeuille maken de 10 grootste huurders 67% van de omvang van de huurcontracten uit. Dit hoge percentage is een direct gevolg van de strategie van het Fonds om binnen de categorie niet-beursgenoteerd vastgoed de beleggingen in direct vastgoed te verkopen ten gunste van beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Het Fonds heeft nog slechts 67 huurcontracten in direct vastgoed, waarbij twee huurders (HBC & Ahold Europe) 33% voor haar rekening nemen. 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 direct vastgoed.

Top 10 huurders direct vastgoed	
	percentage
Hudson's Bay Company Netherlands B.V.	24%
Ahold Europe Real Estate	9%
A.S. Watson Property	8%
Esprit Europe B.V.	7%
Ernst & Young Nederland LLP	5%
Bestseller Wholesale Benelux B.V.	4%
Cracks Monobrand B.V.	4%
B32 Nederland B.V.	2%
Style By van Gastel B.V.	2%
Funplaza Etten-Leur B.V.	2%
Overige huurders	33%
Totaal	100%

Huurcontracten directe portefeuille

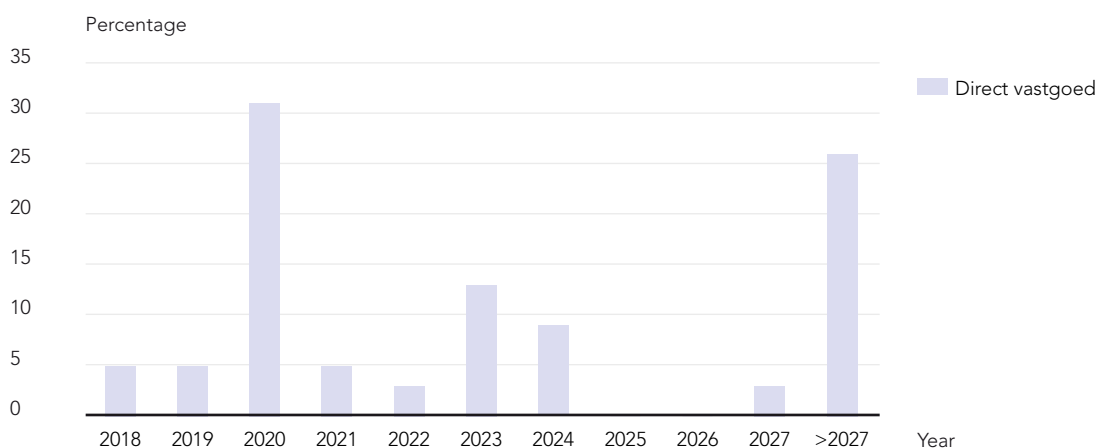
Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. In het eerste halfjaar van 2018 hebben zich wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand door het afsluiten van een aantal nieuwe huurcontracten in met name winkelcentrum Etten-Leur en het verlengen van het contract in kantorencomplex Euclideslaan. Als gevolg hiervan is de gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten toegenomen tot 7,38 jaar (2017: 6,83 jaar).

De bezettingsgraad van de winkelportefeuille is per 30 juni 2018 (90%) sterk gestegen ten opzichte van 2017 (84%) met name door de huurdersmutaties in winkelcentrum Etten-Leur.

Voor de kantorenportefeuille is de bezettingsgraad per 30 juni 2018 (72%) gedaald ten opzichte van 2017 (75%) met name als gevolg van de verkoop van de Ceintuurbaan te Hilversum.

De markthuren van de winkelportefeuille zijn in 2018 gedaald ten opzichte van de contracthuren. Dit verhoogt het risico op lagere verhuurbrengsten bij het afsluiten van nieuwe huurcontracten. Over het geheel genomen zijn de markthuren van de winkelportefeuille 8% lager dan de huidige contracthuren.

Afloop huurcontracten op basis van jaarhuren per 30-06-2018



Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 30 juni 2018 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	30-06-2018	31-12-2017
Korter dan 1 jaar	7.717	8.222
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	18.937	20.014
Langer dan 5 jaar	30.806	32.592
Totaal	57.460	60.828

Investeringen

Het Fonds heeft in 2016 voor het object in Amersfoort een huurcontract afgesloten met HBC. Er is per 30-06-2018 €10 miljoen in dit object geïnvesteerd. In de tweede helft van 2018 zal de resterende investering van €4 miljoen plaatsvinden.

Het Fonds heeft in mei 2015 een Turn Key Overeenkomst ('TKO') afgesloten waarbij de intentie aanwezig is om vijf winkelobjecten in Rotterdam ("Lijnbaan") te laten herontwikkelen door een externe partij. De vijf objecten vallen binnen een gebiedsontwikkeling waarbij meerdere vastgoedeigenaren een samenwerkingsverband zijn aangegaan. Tot aan balansdatum is er circa €10 miljoen in dit project geïnvesteerd. Het Fonds verwacht in de tweede helft van 2018 circa €4 miljoen te investeren in deze herontwikkeling.

Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

Deelnemingen in vastgoedfondsen		
	30-06-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	164.877	106.920
Aankopen	0	50.087
Investerings	0	0
Verkopen	0	0
Waarderingsresultaten	4.223	7.870
Overige mutaties	0	0
Totaal	169.100	164.877

De belegging in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF, €83,9 miljoen, het ASR DMOF, €27,5 miljoen en het CBRE DRES, €57,7 miljoen.

Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

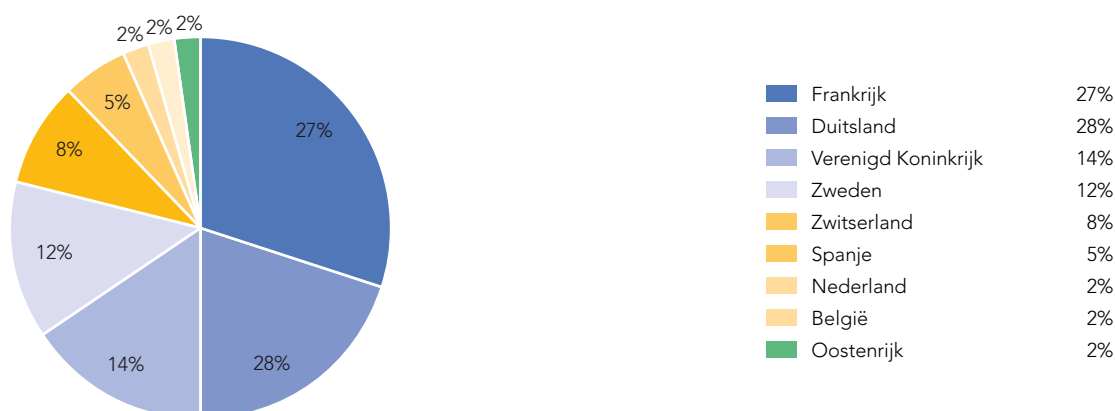
De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden per 30 juni 2018 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in het eerste halfjaar af met €11,6 miljoen tot €185,1 miljoen. De daling werd veroorzaakt door per saldo €8,6 miljoen verkopen en een negatief waarderingsresultaat van €3 miljoen. Zie bijlage 2 (pagina 62) 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

Beleggingen in beursgenoteerd vastgoed		
	30-06-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	196.716	213.007
Aankopen	20.036	23.440
Verkopen	-28.659	-57.739
Waarderingsresultaten	-2.952	18.008
Stand einde boekjaar	185.141	196.716

Het ontvangen dividend uit vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2018 €6,3 miljoen (3,4%) (eerste halfjaar 2017: €5,7 miljoen (2,9%).

De beleggingen in vastgoedaandelen hadden per 30 juni 2018 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Geografische spreiding vastgoedaandelen per 30-06-2018



De tien grootste posities vertegenwoordigden 58% van de totale waarde van de beleggingen in vastgoedaandelen en bestond uit:

Beleggingen vastgoedaandelen per 30-06-2018



Resultaatontwikkeling

Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over het eerste halfjaar 2018 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaten over het eerste halfjaar 2018

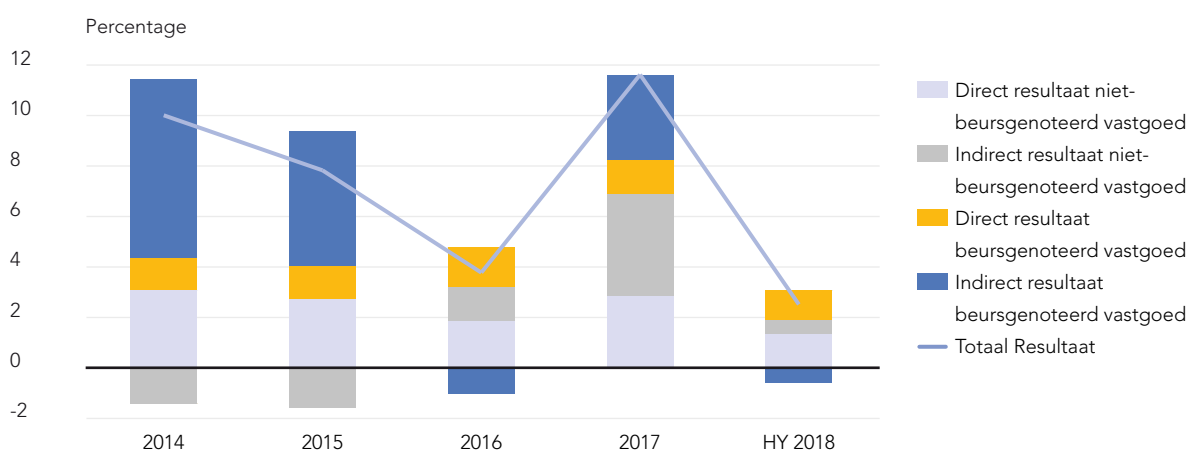
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Totaal operationeel inkomen	14.153	14.327
Totaal operationeel uitgaven	-1.956	-2.401
Operationeel resultaat	12.197	11.926
Gerealiseerde waarderingsresultaten	4.930	10.060
Financieringsresultaat	-235	-46
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	16.892	21.940
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	-4.993	-2.206
Resultaat na belastingen	11.900	19.734

Het operationeel resultaat steeg in het eerste halfjaar 2018 ten opzichte van het eerste halfjaar van 2017. Dit was onder andere het gevolg van hogere dividendopbrengsten van de vastgoedfondsen en daling van de exploitatiekosten.

Het Fonds behaalde een positief totaal rendement van 2,5% in het eerste halfjaar van 2018 (eerste halfjaar 2017: 3,7%). Het positieve fondsrendement werd met name behaald door het directe resultaat van 2,5% (eerste halfjaar 2017: 2,5%), het indirecte resultaat was 0,0% (eerste halfjaar 2017: 1,5%). De gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen waren per saldo €0,0 miljoen. De directe fondskosten bedroegen 0,3% in eerste halfjaar 2018.

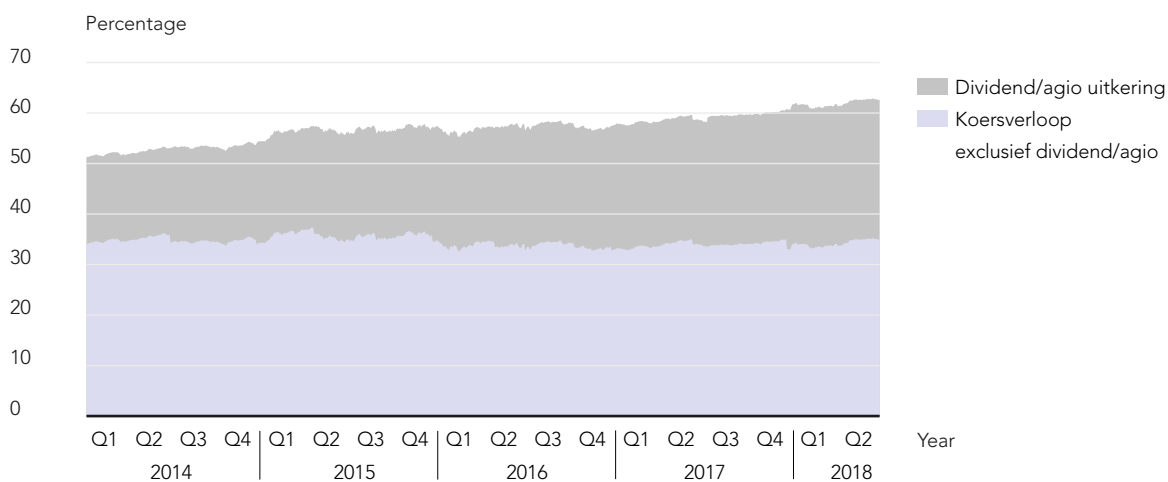
Onderstaande figuur geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds vanaf 2014. Daarnaast geeft de verbindingslijn het totale resultaat weer.

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



De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 30 juni 2018 €35,00 (2017: €34,19). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2018 een positief resultaat per aandeel van €0,81. De koers van het Fonds steeg in het eerste halfjaar van 2018 met €0,81. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2014 ziet er als volgt uit:

Koersontwikkeling 2014 t/m 2018-06 (x 1€)



Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

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

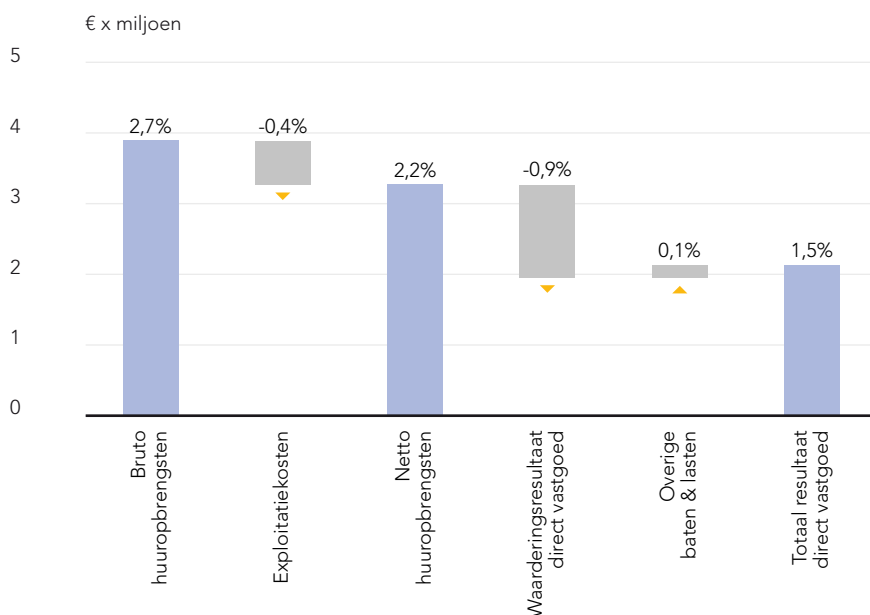
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed

	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Bruto huuropbrengsten	3.891	5.401
Exploitatiekosten	-622	-983
Dividend vastgoedfondsen	3.779	3.128
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.972	2.799
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-62	-63
Overige baten & lasten	170	87
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed	10.128	10.369

Resultaatontwikkeling: direct vastgoed

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

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



Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €3,9 miljoen en daarmee 2,7 % van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2018 ten opzichte van respectievelijk €5,4 miljoen en 3,1% in het eerste halfjaar van 2017. De daling van de bruto huuropbrengsten is met name het gevolg van verkopen.

Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over het eerste halfjaar 2018 bedroegen 16,0% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten en waren hiermee licht hoger dan het eerste halfjaar van 2017 (14,0%).

Waarderingsresultaat direct vastgoed

	6 maanden t/m 30-06-2018		6 maanden t/m 30-06-2017	
Kantoren	-150	-1,2%	1.281	2,5%
Winkels	-1.163	-0,9%	-867	-0,7%
Totaal	-1.313	-0,9%	414	0,2%

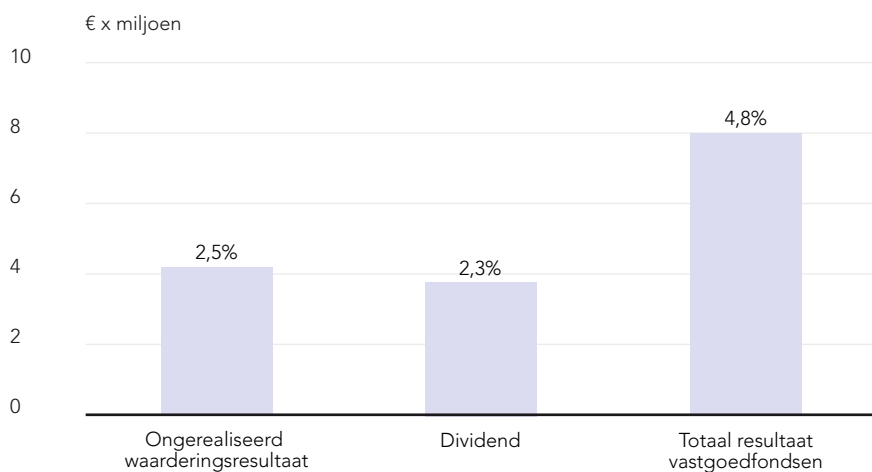
Het waarderingsresultaat van direct vastgoed voor het eerste halfjaar van 2018 is €1,3 miljoen negatief (eerste halfjaar 2017: €0,4 miljoen).

De daling van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (0,9% negatief) is licht verslechterd ten opzichte van het eerste halfjaar 2017 (0,7% negatief). Deze verslechtering wordt met name veroorzaakt door winkelcentrum Etten-Leur als gevolg van verlaging van de markthuurlen en verhoging van het bruto aanvansrendement, en had daarmee een drukkend effect op de waardeinstijging van het Fonds.

Resultaatontwikkeling: vastgoedfondsen

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

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



Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

	6 maanden t/m 30-06-2018		6 maanden t/m 30-06-2017	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen				
Winkels	1.011	1,2%	1.063	1,3%
Kantoren	475	1,8%	194	0,7%
Woningen	2.737	5,2%	1.065	2,1%
Totaal	4.223	2,5%	2.322	1,8%

Het waarderingsresultaat van de drie vastgoedfondsen waar het Fonds in belegt hebben een positieve resultaat laten zien in het eerste halfjaar van 2018 van € 4,2 miljoen (eerste halfjaar 2017: € 2,3 miljoen).

Dividend (vastgoedfondsen)

Het ontvangen dividend over het eerste halfjaar 2018 bedroeg €3,8 miljoen en daarmee 2,3% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen in vastgoedfondsen in het eerste halfjaar van 2018. Voor ASR DPRF, ASR DMOF en CBRE DRES bedroeg respectievelijk het ontvangen dividend €2,0 miljoen (2,5%), €0,9 miljoen (3,2%) en €0,9 miljoen (1,6%).

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment				
	6 maanden t/m 30-06-2018		6 maanden t/m 30-06-2017	
Kantoren				
Direct vastgoed	-150	-0,3%	1.281	2,5%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	475	1,8%	194	0,7%
Subtotaal	325	0,5%	1.475	1,9%
Winkels				
Direct vastgoed	-1.163	-0,9%	-867	-0,7%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.011	1,2%	1.063	1,3%
Subtotaal	-152	-0,1%	196	0,1%
Woningen				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	2.737	5,2%	1.065	2,1%
Subtotaal	2.737	5,2%	1.065	2,1%
Totaal	2.910	0,9%	2.736	0,9%

Kantorenportefeuille

De belegging in het ASR DMOF liet in het eerste halfjaar van 2018 een positief waarderingsresultaat zien van 1,8% in lijn met de positieve marktontwikkeling op de kantorenmarkt.

Winkelportefeuille

De trend bij het overige direct winkelvastgoed was net als voorgaande jaren negatief. Deze verslechtering wordt met name veroorzaakt door winkelcentrum Etten-Leur als gevolg van een verslechtering van de winkelmarkt in kleinere steden in Nederland en had daarmee een drukkend effect op de waardeinstijging van het Fonds.

De belegging in ASR DPRF heeft in het eerste halfjaar van 2018 een positief waarderingsresultaat laten zien van 1,2%, in lijn met positieve marktontwikkeling voor kwalitatief goed winkelvastgoed op A-locaties.

Woningportefeuille

De belegging in het CBRE DRES liet in het eerste halfjaar van 2018 een positief waarderingsresultaat zien van 5,2% in lijn met de positieve marktontwikkeling op de woningenmarkt.

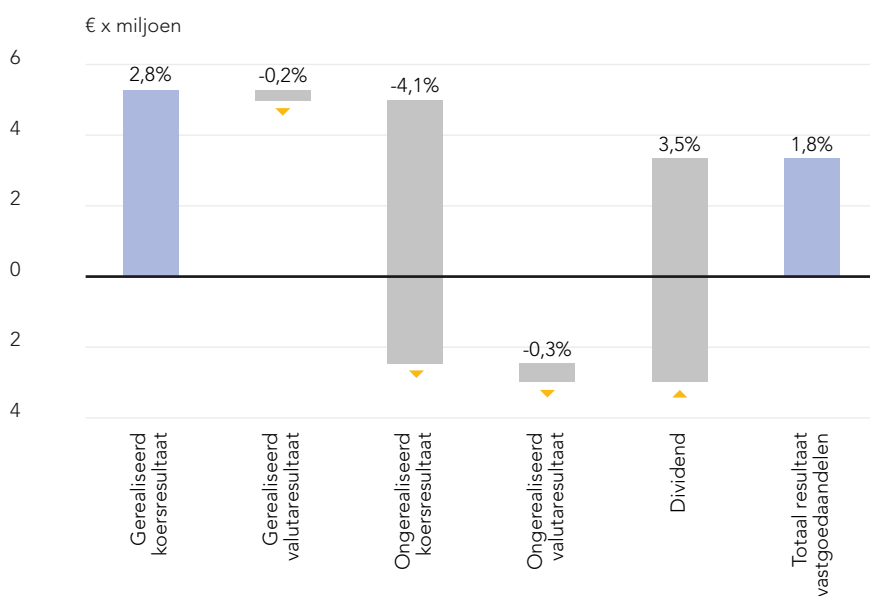
Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

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

Resultaat beursgenoteerd vastgoed		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Gerealiseerd koersresultaat	5.276	10.343
Gerealiseerd valutaresultaat	-284	-220
Ongerealiseerd koersresultaat	-7.424	-4.237
Ongerealiseerd valutaresultaat	-521	-752
Dividend	6.312	5.711
Overige koers- en valutaresultaten	-19	-16
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	3.341	10.830

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

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



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2018 €2,2 miljoen negatief (1,3%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €5,3 miljoen positief (2,8%) Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg 7,4 miljoen negatief (4,1%).

Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon en Zwitserse frank was €0,8 miljoen negatief (0,8%). Hiervan is €0,3 miljoen (-0,2%) gerealiseerd en €0,5 miljoen (-0,3%) ongerealiseerd.

Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €6,3 miljoen steeg fors in bedrag en steeg fors in percentage (3,5%) ten opzichte van eerste halfjaar 2017 (respectievelijk €3,1 miljoen en 2,4%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

Analyse relatieve performance van het Fonds ¹⁾

Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex. In het eerste halfjaar van 2018 werd de performance afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex (alle vergelijkbare objecten). Per 1 juli 2017 is de strategische doelmix in de benchmark voor niet-beursgenoteerd (MSCI/IPD Quarterly Universe) doorgevoerd, bestaande uit 40% winkels, 30% woningen en 30% kantoren.

Om de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te kunnen vergelijken met de benchmark, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF, ASR DMOF & CBRE DRES), worden de resultaten van de totale niet-beursgenoteerde portefeuille vastgesteld door MSCI. Het Fonds heeft volgens deze methodiek met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een positief rendement behaald van 3,6% (exclusief fondskosten) met een direct rendement van 2,3%. De MSCI/IPD Vastgoedindex behaalde een rendement van 6,4%, met een direct rendement van 2,3%.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille substantieel beter dan de benchmark (2,6% versus 1,0%), dit werd met name veroorzaakt door sterke performance van ASR DPRF (4,4%). ASR DPRF behaalde zowel een hoger direct (3,2% versus 2,3%) als indirect rendement (1,2% versus 0,2%). Het directe vastgoed behaalde een lager rendement (1,5%) met name veroorzaakt door het winkelcentrum Etten-Leur.

De kantorenportefeuille presteerde aanzienlijk minder (4,1% versus 11,5%) dan de benchmark, waarbij het direct rendement (3,2% versus 2,0%) beter was dan de benchmark. Het hogere direct rendement is met name het gevolg van het hoge directe rendement van ASR DMOF van 3,8%. Het hogere indirect rendement van de benchmark komt met name doordat het Fonds geen kantoren bezit met een bouwjaar vanaf 2009. Dit segment behaalde binnen de benchmark een indirect rendement van ruim 20% gedurende het eerste halfjaar van 2018.

De woningportefeuille (CBRE DRES) presteerde met een totaalrendement van 7,4% minder dan de benchmark (8,8%) met name als gevolg van een lager indirect rendement (5,5% versus 7,1%). Het direct rendement van CBRE DRES ligt hoger dan de benchmark (1,8% versus 1,6%).

De afwijking ten opzichte van de benchmark (3,6% versus 6,4%) 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 (70% versus 40%) en de onderweging naar woningen (18% versus 30%). Net als in 2017 was de woningsector met 7,4% de best presterende sector in de portefeuille in eerste halfjaar van 2018. In het fonds hebben woningen een aandeel van circa 18%.

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 eerste halfjaar van 2018 0,4% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 1,9%, terwijl de benchmark uitkwam op 1,5%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking). Met name de overweging naar Pan-Europees logistieke vastgoedfondsen en onderweging naar Nederlandse en Britse winkelvastgoedfondsen droegen positief bij aan de behaalde outperformance.

Verhouding niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed

In het eerste halfjaar van 2018 bedroeg de verhouding van niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed respectievelijk 64,5% en 35,5%, ten opzichte van de strategische verdeling van 65% direct vastgoed en 35% vastgoedaandelen. De lichte overweging in beursgenoteerd vastgoed had geen impact op de performance van het Fonds.

Utrecht, 10 september 2018

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE MRICS

De heer drs. M.R. Lavooi RBA

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.

Financiële resultaten eerste halfjaar 2018

Balans

Voor resultaatbestemming (bedragen x € 1.000)

Balans			
	Toelichting	30-06-2018	31-12-2017
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	146.797	143.727
- Vastgoedfondsen	1.1	169.100	164.877
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	185.141	196.716
		501.038	505.320
Vorderingen en overlopende posten			
Debiteuren	2.1	157	325
Te vorderen servicekosten	2.2	276	196
Vorderingen en overlopende activa	2.3	3.880	52.516
Belastingvorderingen	2.4	3.100	1.070
		7.413	54.107
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	11.997	4.223
		11.997	4.223
TOTAAL ACTIVA		520.449	563.650
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	14.750	15.816
Agioreserve	4	559.127	592.233
Herwaarderingsreserve	4	33.819	31.885
Overige reserve	4	-102.595	-158.981
Onverdeeld resultaat	4	11.900	59.725
		517.001	540.678
Kortlopende schulden			
Crediteuren	5.1	-8	52
Overige schulden	5.2	3.118	22.571
Overlopende passiva	5.3	338	349
		3.448	22.972
TOTAAL PASSIVA		520.449	563.650

Winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000)

Winst- en verliesrekening			6 maanden t/m	6 maanden t/m
	Toelichting		30-06-2018	30-06-2017
OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN				
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6		3.891	5.401
Dividend vastgoedfondsen	7		3.779	3.128
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8		6.312	5.711
Interestbaten	9		-196	0
Overige baten & lasten			170	87
TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN			13.956	14.327
WAARDERINGSRESULTATEN				
Gerealiseerde waardeveranderingen				
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1		-62	-63
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		5.276	10.343
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		-284	-220
			4.930	10.060
Ongerealiseerde waardeveranderingen				
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2		-1.251	477
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2		4.223	2.322
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		-7.424	-4.237
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		-521	-752
			-4.973	-2.190
Overige koers- en valutaresultaten			-19	-16
TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN			-62	7.854
TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT			13.894	22.181
KOSTEN				
Exploitatiekosten	11.1		-622	-983
Beheerkosten	11.2		-1.067	-1.139
Bewaarkosten	11.3		-136	-130
Interestlasten	11.4		-38	-46
Overige kosten	11.5		-132	-149
TOTAAL KOSTEN			-1.995	-2.447
OPERATIONEEL RESULTAAT			11.900	19.734
BELASTINGEN			0	0
TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN			11.900	19.734

Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	30-06-2018	31-12-2017
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat		11.900	59.725
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-4.931	-17.358
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	4.973	-22.230
Verhuurkortingen	1.1	-523	-1.194
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-10.255	-14.530
Aankopen / investeringen / overige mutaties vastgoedfondsen	1.1	0	-50.087
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-20.036	-23.440
Verkopen direct vastgoed	1.1	6.394	57.371
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	0	0
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	28.659	57.739
Mutatie kortlopende vorderingen	2	46.694	-48.844
Mutatie kortlopende schulden	5	1.208	-565
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
		64.084	-3.413
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgekeerd dividend	4	0	-15.043
Uitgekeerd agio	4	0	-32.500
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	4	-20.733	20.733
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
		-56.309	-26.810
Netto kasstroom			
		7.775	-30.223
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen			
		0	0
Mutatie liquide middelen			
		7.775	-30.223
Liquide middelen vorig boekjaar			
		4.223	34.446
Mutatie liquide middelen			
		7.775	-30.223
Saldo liquide middelen			
		11.998	4.223

Toelichting

Toelichting op de balans

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

1. Vastgoed beleggingen

1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

Direct vastgoed		
	30-06-2018	31-12-2017
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	143.727	171.664
Aankopen	0	5.043
Investeringen	10.255	9.487
Verhuurkortingen	523	1.194
Verkopen	-6.394	-57.371
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-62	6.472
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-1.251	7.238
Totaal	146.797	143.727

Een overzicht van de opbouw van de beleggingen is te vinden in dit halfjaarbericht in bijlage 1 (pagina 61).

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

Direct vastgoed portefeuille		
	30-06-2018	31-12-2017
Kantorenportefeuille	11.557	13.980
Winkelportefeuille	135.240	129.747
Totaal	146.797	143.727

In 2018 zijn vier winkelobjecten en een kantoorobject verkocht met een verkoopopbrengst van €6,4 miljoen en een verkoopresultaat van - €0,1 miljoen.

Vastgoedfondsen		
	30-06-2018	31-12-2017
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	164.877	106.920
Aankopen	0	50.087
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	4.223	7.870
Overige mutaties	0	0
Totaal	169.100	164.877

1.2 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed		
	30-06-2018	31-12-2017
Stand begin boekjaar	196.716	213.007
Aankopen	20.036	23.440
Verkopen	-28.659	-57.739
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	4.993	10.887
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	-7.945	7.121
Totaal	185.141	196.716

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in 2018 YTD was 2,52 (2017: 24,43). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 2,52 betekent dat in 1 jaar 2,52% 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	30-06-2018	31-12-2017
Direct vastgoed	Externe taxaties	146.797	143.727
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde	169.100	164.877
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	185.141	196.716

2. Vorderingen en overlopende posten

2.1 Debiteuren

Debiteuren		
	30-06-2018	31-12-2017
Debiteuren	214	339
Voorziening dubieuze debiteuren	-57	-14
Totaal	157	325

De debiteurenpositie is afgenomen ten opzichte van vorig jaar en wordt grotendeels veroorzaakt door Funplaza. Met Funplaza is een betalingsregeling afgesproken en deze zal in de loop van 2018 volledig worden afgewikkeld waardoor er geen voorziening is gevormd voor deze achterstand.

2.2 Te vorderen servicekosten

Te vorderen servicekosten		
	30-06-2018	31-12-2017
Servicekosten	276	196
Voorziening servicekosten	0	0
Totaal	276	196

2.3 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
	30-06-2018	31-12-2017
Dividend vorderingen	2.031	1.409
Leningen aan huurders	0	0
Nog te ontvangen bedragen	801	50.722
Overige vorderingen	368	385
Totaal	3.880	52.516

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

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

2.4 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	30-06-2018	31-12-2017
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	3.100	1.070
Totaal	3.100	1.070

3. Overige activa

3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	30-06-2018	31-12-2017
Banksaldi	11.997	4.223
Totaal	11.997	4.223

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds.

4. Eigen vermogen

Op 1 maart 2018 heeft er een inkoop eigen aandelen plaatsgevonden in het Fonds van 1.065.550 stuks.

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

Overzicht van mutaties in het eigen vermogen						
	Geplaast 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	0	0	0
Uitkering agio	0	0	0	0	0	0
Ingetrokken Aandelen	-1.066	-33.106	0	-1.405	0	-35.577
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-8.590	8.590	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	11.900	11.900
Stand 30 juni 2018	14.750	559.127	33.819	-102.595	11.900	517.001

4.2 Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten

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	-1.934	1.934	0
Ingetrokken certificaten	-1.066	0	-1.066
Totaal	7.271	7.479	14.750

Intrinsieke waarde			
	30-06-2018	31-12-2017	31-12-16
Intrinsieke waarde van het fonds	517.001	540.678	528.496
Uitstaande certificaten	14.750	15.816	15.816
Intrinsieke waarde per certificaat	35,05	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		
	30-06-2018	31-12-2017
Crediteuren	-8	52
Totaal	-8	52

5.2 Overige schulden

Rekening courantkrediet		
	30-06-2018	31-12-2017
Rekening courantkrediet	0	20.733
Totaal	0	20.733

In juni 2013 is een rekening courantkrediet afgesloten bij ABN AMRO Bank N.V. met een maximale omvang van €25 miljoen. De rentevergoeding bedraagt de gemiddelde eenmaands EURIBOR plus 100 basispunten. Het krediet is afgesloten om niet volledig afhankelijk te zijn van verkopen van direct en/of indirect vastgoed bij het financieren van tijdelijke liquiditeitsbehoeften. Er zijn geen zekerheden gegeven.

In de eerste helft van 2018 is kortstondig gebruik gemaakt van de faciliteit, deze is op 3 januari 2018 volledig ingelost.

Overige schulden		
	30-06-2018	31-12-2017
Waarborgsommen	81	86
Nog te betalen beheervergoeding	542	527
Nog te betalen accountantskosten	49	97
Nog te betalen belastingen	0	0
Nog te betalen aan participanten	0	195
Overige kortlopende schulden	2.347	934
Totaal	3.118	1.838

De overige kortlopende schulden betreffen voor € 2,1 miljoen nog te betalen dividend belasting als gevolg van de inkoop eigen aandelen.

5.3 Overlopende passiva

Overlopende passiva		
	30-06-2018	31-12-2017
Vooruitontvangen huur	338	349
Totaal	338	349

De vooruitontvangen 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 gecommitteerd aan de herontwikkeling van objecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen in de periode 2017-2019, waarvan tot aan balansdatum circa €10 miljoen is uitgegeven. Inzake een afgesloten huurovereenkomst met Hudson's Bay voor een object in Amersfoort zal het Fonds €14 miljoen investeren, waarvan tot aan balansdatum circa €10 miljoen is uitgegeven.

Bij oplevering van project Coolsingel te Rotterdam aan het ASR Dutch Residential Fund (ASR DCRF), heeft het Fonds zich gecommitteerd om toe te treden tot ASR DRES voor maximaal €30 miljoen. Indien het project Coolsingel niet wordt opgeleverd of afgenomen door ASR DCRF vervalt de toetredingsplicht voor ASR PF.

Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

6. Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

Bruto huuropbrengsten direct vastgoed		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Theoretische huuropbrengsten	4.742	6.857
Leegstand	-543	-1.203
Verhuurkortingen	-308	-253
Bruto huuropbrengsten	3.891	5.401

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. Waarderingsresultaten

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

10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	124	0
Direct vastgoed negatief	-186	-63
Totaal direct vastgoed	-62	-63
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	5.276	10.343
Koersresultaat negatief	0	0
Totaal koersresultaat	5.276	10.343
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-284	-220
Totaal valutarresultaat	-284	-220
Totaal gerealiseerde waardeveranderingen	4.930	10.060

10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	4.199	477
Direct vastgoed negatief	-5.450	0
Totaal direct vastgoed	-1.251	477
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	4.223	2.322
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	4.223	2.322
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	-7.424	0
Koersresultaat negatief	0	-4.237
Totaal koersresultaat	-7.424	-4.237
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-521	-752
Totaal valutarresultaat	-521	-752
Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen	-4.973	-2.190

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		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Onderhoudskosten	96	27
Vaste lasten	190	330
Leegstand servicekosten	106	169
Taxatiekosten	14	34
Overige exploitatiekosten	216	423
Totaal	622	983

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.

11.2 Beheerkosten

Beheerkosten		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	1.059	1.130
Bewaarloon Custodian	7	9
Totaal	1.066	1.139

Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

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

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:

- €197 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		
	6 maanden t/m 30-06-2018	6 maanden t/m 30-06-2017
Accountantskosten	52	50
Overige kosten	81	99
Totaal	132	149

Accountantskosten

Alle accountantskosten die gemaakt worden om de jaarrekening 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 circa €100 duizend op jaarbasis.

Overige kosten

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

Werknemers

Het Fonds heeft in het eerste halfjaar 2018 geen personeel in dienst (2016: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. real estate. De personeelskosten worden door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het Fonds.

Risico's

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 30 juni 2018 is €316 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2017: €309 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen op 30 juni 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 1 (pagina 61).

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 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%	-15.795	15.795
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-31.590	31.590

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 30 juni 2018 bedroeg het aandeel in beursgenoteerd vastgoed €185 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%	-9.257	9.257
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-18.514	18.514

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 30 juni 2018 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 62).

De beleggingen van het Fonds zijn gespreid naar sector. Lokale invloeden worden beperkt, doordat de beursgenoteerde vastgoedfondsen investeren in een onderliggende internationaal gespreide vastgoedportefeuille. 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

	30-06-2018	31-12-2017
Verstrekte leningen en overige vorderingen	7.413	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)	30-06-2018	31-12-2017
0 - 30 dagen	-72	17
31 - 60 dagen	25	164
61 - 180 dagen	5	26
181 - 365 dagen	38	126
> 365 dagen	217	6
	214	339
Voorziening dubieuze debiteuren	-56	-14
Debiteurensaldo	158	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 30 juni 2018 is de bezettingsgraad binnen de directe vastgoedportefeuille toegenomen van 83,1% naar 87,2%. Dit werd mede veroorzaakt door de verkoop van winkels met een hoge leegstand en diverse verhuurtransacties in winkelcentrum Etten-Leur. 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 30 juni 2018 was €63 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 14,0% in GBP tegenover 12,5% in SKR en 7,5% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee iets toe 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 €25 miljoen waarvan per 30 juni 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. Inflatie-risico 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. Inflatie-risico 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 tijdschaal 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 €25 miljoen om tijdelijke liquiditeitsbehoeften op te vangen.

Tussen 31 december 2017 en 30 juni 2018 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met markt- liquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.

Strategierisico

Onder strategierisico 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 30 juni 2018 betrof de verdeling 69,1% in het segment winkels ten opzichte van 18,4% in het segment woningen en 12,5% 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.

Strategierisico 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 30 juni 2018 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 61% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 35% respectievelijk 4% 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 strategierisico 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 30 juni 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 30 juni 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 beursgenoteerd 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.

Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2018

Kantoren direct vastgoed

Plaats	Straat
Utrecht	Euclideslaan

Winkels direct vastgoed

Plaats	Straat
Amersfoort	Utrechtsestraat
Bergen op zoom	Stationsstraat
Doetinchem	Boliestraat
Etten-leur	Burchtplein
Etten-leur	Hof van den Houte (2x)
Groningen	Dierenriemstraat
Oss	Fabrieksstraat
Rotterdam	Lijnbaan (8x)
Venlo	Lomstraat
Waalwijk	De Els

Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen per 30-06-2018

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang in het onderliggende fonds
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	83.881	6,2%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	27.500	11,2%
Nederland	CBRE Dutch Residential Fund	57.719	3,5%
		169.100	
Totaal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		169.100	

Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2018

Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2018			
Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang
Belgie	Cofinimmo	2.887	
		2.887	1,56%
Duitsland	Deutsche Euroshop	2.468	
	Deutsche Wohnen	17.007	
	LEG Immobilien	11.412	
	TAG Immobilien	3.909	
	Vonovia	16.144	
		50.940	27,51%
Frankrijk	Fonc. des Régions	7.498	
	Gecina	9.752	
	Icade	5.549	
	Klépierre	9.618	
	Unibail-Rodamco-Westfield	18.280	
		50.697	27,38%
Nederland	Eurocommercial Properties	2.722	
	Wereldhave	1.105	
		3.826	2,07%
Oostenrijk	CA-Immobilien-Anlagen	3.673	
		3.673	1,98%
Spanje	Inmobiliaria Colonial	3.111	
	Merlin Properties	6.352	
		9.463	5,11%
Verenigd Koninkrijk	British Land Co	4.400	
	Cap Count Pty	1.738	
	Derwent London Plc	2.089	
	Great Portland Estates	2.363	
	Hammerson	2.700	
	Intu Properties	700	
	Land Securities Group	4.879	
	Lon & Stam Pty	323	
	Segro	5.299	
	Shaftesbury	1.460	
		25.950	14,02%
Luxemburg	Aroundtown	704	
		704	0,38%
Zweden	AB Hufvudstaden	2.211	
	Castellum	6.369	
	Fabege	6.726	
	Fastighets Balder	2.953	
	Hemfosa Fastigheter	2.617	
	Wallenstam	2.235	
		23.112	12,48%
Zwitserland	Mobimo Holding Namen	1.796	
	PSP Swiss Property	4.761	
	Swiss Prime	7.331	
	13.888	7,50%	
Totaal beleggingen vastgoedaandelen		185.141	100%

Colofon

© 2018

Tekst

a.s.r. real estate

Ontwerp

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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

www.asrrealestate.nl