

Halfjaarbericht 2020

ASR Property Fund N.V.

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

ASR Property Fund N.V.

Voor meer informatie:
ASR Real Estate B.V.
Archimedeslaan 10
3584 BA Utrecht

Telefoon: +31 30 257 98 61

www.asrrealestate.nl

Halfjaarbericht 2020

ASR Property Fund N.V.

Inhoudsopgave

Kerncijfers	2
<hr/>	
Halfjaarbericht	4
<hr/>	
Risico's	22
Risicobeheer	25
Portefeuilleontwikkeling	32
Resultaatontwikkeling	37
<hr/>	
Financiële resultaten eerste halfjaar 2020	43
<hr/>	
Balans per 30 juni 2020	44
Winst- en verliesrekening	45
Kasstroomoverzicht	46
Toelichting op de balans per 30 juni 2020	47
Toelichting op de winst- en verliesrekening	53
Risico's	57
Gebeurtenissen na balansdatum	62
<hr/>	
Bijlagen	63
<hr/>	
Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2020	63
Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2020	64

Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2020	6 maanden t/m 30-6-2019
Fondsresultaat		
Direct resultaat	1,7%	2,1%
Indirect resultaat	-16,0%	1,9%
Fondskosten	-0,3%	-0,3%
Financieringskosten (netto)	0,1%	0,0%
Totaal fondsresultaat	-14,5%	3,7%
Rendement per aandeel		
Koersrendement	-12,6%	3,7%
Totaal rendement per aandeel	-12,6%	3,7%
Koersverloop (bedragen in €)		
Koers begin periode	36,95	33,24
Fondsresultaat	-4,65	1,22
Koers einde periode	32,30	34,46

Resultaat per beleggingscategorie in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2020	6 maanden t/m 30-6-2019
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	0,8%	0,9%
Exploitatiekosten	-0,3%	-0,2%
Indirect resultaat	-2,0%	-8,2%
Totaal direct vastgoed	-1,5%	-7,5%
Vastgoedfondsen		
Dividend vastgoedfondsen	1,9%	2,2%
Indirect resultaat	-4,3%	1,8%
Totaal vastgoedfondsen	-2,4%	4,0%
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	-2,1%	0,0%
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Dividend	2,0%	2,8%
Indirect resultaat	-28,4%	5,6%
Totaal beursgenoteerd vastgoed	-26,4%	8,4%

1) Alle cijfers in deze tabel zijn berekend op basis van standen 31-12-2019 en 30-06-2020.

Portefeuilleresultaat in bedragen

	30-6-2020	30-6-2019
Netto vermogenswaarde fonds	343.335	394.566
Niet-beursgenoteerd vastgoed	175.601	178.682
Beursgenoteerd vastgoed	161.339	200.719
Overige activa	7.148	17.273
Totaal activa fonds	344.089	396.674

Kernresultaten

	6 maanden t/m 30-6-2020	6 maanden t/m 30-6-2019
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	546	572
Exploitatiekosten	-224	-136
Dividend vastgoedfondsen	2.227	2.688
Direct resultaat	2.549	3.124
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-6.286	-3.303
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	88
Overige baten & lasten	3	-2
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	-3.734	-93
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend vastgoedaandelen	3.744	5.682
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	-54.202	11.256
Overige koers- en valutaresultaten	-1	-9
Totaal beursgenoteerd vastgoed	-50.459	16.929
Fondskosten		
Beheerkosten	-710	-883
Administratieve kosten	-144	-133
Overige kosten	-148	-158
Totaal fondskosten	-1.002	-1.174
Financieringsresultaat (netto)	339	-72
Fondsresultaat na belastingen	-54.856	15.590

Halfjaarbericht

De directie biedt hierbij haar halfjaarbericht aan voor het halfjaar dat geëindigd is op 30 juni 2020.

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. 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.

Terugblik en aandachtsgebieden 2020

Het Fonds behaalde over het eerste halfjaar van 2020 een fondsresultaat van -14,5% na fondskosten, waarvan 1,7% direct rendement bedroeg, het indirect rendement was -16,0% terwijl de fondskosten -0,4% bedroegen. De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille behaalde een resultaat van -2,1% en de beursgenoteerde portefeuille -26,4%. Medio 2020 bestond het Fonds voor 51,0% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 46,9% uit beursgenoteerd vastgoed en 2,1% uit liquiditeiten.

Het fondsresultaat in de eerste zes maanden werd negatief beïnvloed door de uitbraak van COVID-19. Met name de lockdowns verspreid over Europa hadden een negatieve impact op de vastgoedsectoren, zo ook de beleggingen van het Fonds. Op de pagina's 13 tot en met 18 van het halfjaarbericht wordt ingegaan op de impact van de COVID-19 uitbraak op de Nederlandse vastgoedsectoren en Europees beursgenoteerd vastgoed. Daarnaast wordt op de pagina's 37 tot en met 41 ingegaan op de financiële impact van de COVID-19 uitbraak op het fonds.

In maart 2020 is er voor ca. €25 miljoen aan eigen aandelen ingekocht om de uitstroom van de participanten te financieren. Met de inkoop en uitstroom konden de voorwaarden horend bij een Fiscale beleggingsinstelling worden gehandhaafd. Om de inkoop eigen aandelen te financieren is een gedeelte van de beursgenoteerde vastgoedportefeuille afgebouwd.

Herstructurering: huidige status en te nemen stappen

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

Zoals vermeld en toegelicht in het jaarverslag 2019 is in het politieke besluit beleggingsinstellingen (nr. BLBK 2016/99M) besloten de aandeelhoudersvereisten voor FBI's te wijzigen, waardoor het Fonds per 1 januari 2021 haar FBI-status verliest. Concreet betekent dit voor het Fonds dat het nog tot 1 januari 2021 heeft om de herstructurering te realiseren, alvorens het haar FBI-status zou verliezen. Door deze ontwikkelingen staat het restant van 2020 voornamelijk in het teken van de herstructurering als gevolg van de reeds bekende wijzigingen in wetgeving voor fiscale beleggingsinstellingen.

Het fondsteam heeft in 2018 in overleg met de directie en raad van advies van het Fonds meerdere herstructureringsmogelijkheden onderzocht. Een herstructurering van NV met FBI-status naar een Fonds voor Gemene Rekening ('FGR') is de meest optimale oplossing gebleken voor de polishouders. Om dagelijkse verhandelbaarheid van certificaten te kunnen blijven faciliteren is besloten om de portefeuille van de FGR volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed. Door te kiezen voor Europees beursgenoteerd

vastgoed krijgen polishouders toegang tot de Europese vastgoedmarkt en aantrekkelijke dividendrendementen. Beursgenoteerd vastgoed is vergeleken met niet-beursgenoteerd vastgoed echter gevoeliger voor beursstemmingen, waardoor rendementen meer kunnen fluctueren. Door de liquide aard van Europees beursgenoteerd vastgoed in combinatie met de mogelijkheid van een FGR om participaties zelfstandig in te kopen en in te trekken zou in de toekomstige liquiditeitsbehoefte kunnen worden voorzien.

Als gevolg van dit besluit is in 2019 het beleggingsbeleid herijkt. Het fonds kan beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 0% - 65%) en beleggen in beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 35% - 100%). De strategie van de Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille zal in 2020 ongewijzigd blijven. Dit houdt in dat het Fonds ook in 2020 een beperkt valutarisico zal lopen door de exposure naar de Britse pond, Zwitserse frank en Zweedse kroon. Doordat het overgrote deel van de Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille bestaat uit eurobeleggingen wordt het valutarisico momenteel niet afgedekt (zie pagina 59).

In 2020 worden concrete stappen genomen die het mogelijk moeten maken dat het Fonds uiterlijk januari 2021 wordt omgezet naar een FGR met een Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Tot deze stappen behoren o.a. het opstellen en/of aanpassen van fondsdocumentatie en het afbouwen van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Een belangrijke uitgangspunt voor de herstructurering is het volledig hebben afgebouwd van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille.

Naast de directe vastgoedportefeuille zal in 2020 de portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden afgebouwd. De verkoopopbrengsten worden aangewend om uitstroom van het Fonds te faciliteren en het nieuwe beleggingsbeleid invulling te geven. Een eerste concrete stap van het nieuwe beleggingsbeleid was de verkoop van het belang in CBRE DRES.

Bij ASR Dutch Core Residential Fund ("ASR DCRF") geldt dat het Fonds in 2017 een overeenstemming heeft bereikt om, naar verwachting, in 2020 toe te treden voor maximaal €30 miljoen, bij oplevering van het object Coolsingel te Rotterdam aan het ASR DCRF. In het licht van de aanstaande wijzigingen van het Fonds met ASR DCRF overeengekomen om af te zien van de eerdere overeenstemming om toe te treden tot het Fonds. In juli 2020 is het annuleren van de eerdere overeenkomst bekrachtigd middels een vaststellingsovereenkomst.

Naast het beleggingsbeleidsplan heeft het Fonds opnieuw haar duurzaamheidsbeleid geformaliseerd en gepubliceerd (<https://asrealestate.nl/mvo/publicaties>). In het duurzaamheidsbeleid zijn voor de vastgoedportefeuille doelstellingen geformuleerd op het gebied van People, Planet en Partners. Periodiek wordt gerapporteerd over de voortgang op de diverse doelstellingen.

De raad van advies kwam in de eerste helft van 2020 tweemaal bijeen, de directie kwam zesmaal bijeen. Onder andere de volgende onderwerpen werden behandeld tijdens de vergaderingen:

- Jaarverslag 2019;
- COVID-19 impact;
- Herstructurering;
- Inkoop eigen aandelen;
- Verkoop niet-beursgenoteerd vastgoed;
- Europees beursgenoteerd Vastgoed.

Strategie van het Fonds

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

Particulieren kunnen enkel beleggen in het Fonds via polissen van a.s.r. De strategie voor de beursgenoteerde vastgoedaandelen is gericht op de meest liquide Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen, waarbij er maximaal 25% kan worden belegd in het Verenigd Koninkrijk genoteerde vastgoedfondsen. Door te kiezen voor Europees beursgenoteerd vastgoed krijgen beleggers toegang tot de Europese vastgoedmarkt, aantrekkelijke dividendrendementen en liquiditeit. Beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen door hun liquide karakter de flexibiliteit bieden om bijvoorbeeld in- en uitstroom van certificaathouders te faciliteren.

De gehele portefeuille is in de eerste helft van 2020 afgezet tegen een benchmark bestaande uit de MSCI/IPD

index voor niet- beursgenoteerd vastgoed en de EPRA (liquid 40) index voor beursgenoteerd vastgoed. De benchmark voor beursgenoteerde vastgoedaandelen is sinds januari 2013 als volgt samengesteld:

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

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

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

Het Fonds maakt geen gebruik van derivaten en beschikt over een rekening-courant faciliteit van €12,5 miljoen, afgesloten bij ASR Levensverzekering N.V. De rekening-courant faciliteit van ASR Levensverzekering N.V. heeft als doeleinde het opvangen van tijdelijke financieringsbehoeften. In de eerste helft van 2020 is er geen gebruik gemaakt van deze faciliteit.

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

Structuur van het Fonds

Het Fonds heeft geen personeel in dienst. ASR Real Estate B.V. (a.s.r. real estate) is aangesteld als manager van het Fonds. Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan AXA Investment Managers (hierna 'AXA'). De administratie van vastgoedaandelen is uitbesteed aan Caceis Netherlands N.V. Daarnaast is BNP Paribas Securities Services S.C.A. 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, agrarisch en internationaal vastgoed.

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

AIFMD rapportage – Fonds restricties

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

- De strategische verhouding van 0% - 65% niet-beursgenoteerd en 35% - 100% beursgenoteerd vastgoed;
- 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 2020 voldeed het Fonds aan deze restricties.

Om de beoogde herstructurering in 2020 optimaal te faciliteren, is in een directie overleg van het Fonds en na een aandeelhoudersbesluit besloten tot wijziging van het beleggingsbeleid. Het Fonds kan op basis van het gewijzigde beleggingsbeleid:

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

Bewaarder

Custodian

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

Verantwoordelijkheden van BNP als Custodian voor beursgenoteerd vastgoed betreft:

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

Bewaarder (depository)

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 en de heer M.R. Lavooi. De heer Lavooi zit sinds 21 december 2006 in de directie, de heer Gort is per 1 januari 2008 in functie getreden. Beide directeuren 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 bestaat uit twee mannen. Hiermee voldoet het Fonds momenteel niet aan het streefcijfer dat 1/3de van het bestuur vrouw moet zijn..

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 en fiscalisten en/of juristen aanwezig zijn. Besluiten die leiden tot een belangrijke verandering van de identiteit of het karakter van de vennootschap, moeten vooraf worden goedgekeurd door de algemene vergadering van aandeelhouders.

Deze Raad van Advies is ingesteld door de directie van het Fonds en heeft gedurende het eerste halfjaar van 2020 de volgende twee leden:

- De heer J.Th.M. Julicher (namens ASR Levensverzekering N.V.);
- De heer J. Mensonides (onafhankelijk extern lid).

De Raad van Advies richt zich op het adviseren inzake de beleggingsstrategie en inzake de overeenkomst met de manager. De Raad van Advies kwam 2 keer bijeen in de eerste helft van 2020. De directie van het Fonds vraagt in ieder geval het advies van de Raad van Advies ten aanzien van elk voorgenomen besluit omtrent:

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

Als onderdeel van de op pagina 4 beschreven voorgenomen herstructurering zal de governance van het Fonds gewijzigd worden.

Duurzaamheid

Het Fonds streeft naar een beleggingsportefeuille met lange termijnwaarde. Lange termijnwaarde kan ontstaan op duurzaam aantrekkelijke locaties voor huurders en gebruikers, of op locaties die de potentie hebben om een aantrekkelijke plek te worden. Op die locaties bevinden zich winkels, kantoren of woningen of andere type vastgoed die voldoen aan de huidige en toekomstige wensen van de huurder of gebruiker.





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

Strategische doelstellingen 2020-2022

Het MVO-beleid van het Fonds is gebaseerd op de vier P's: 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 2022 bereikt hebben.

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

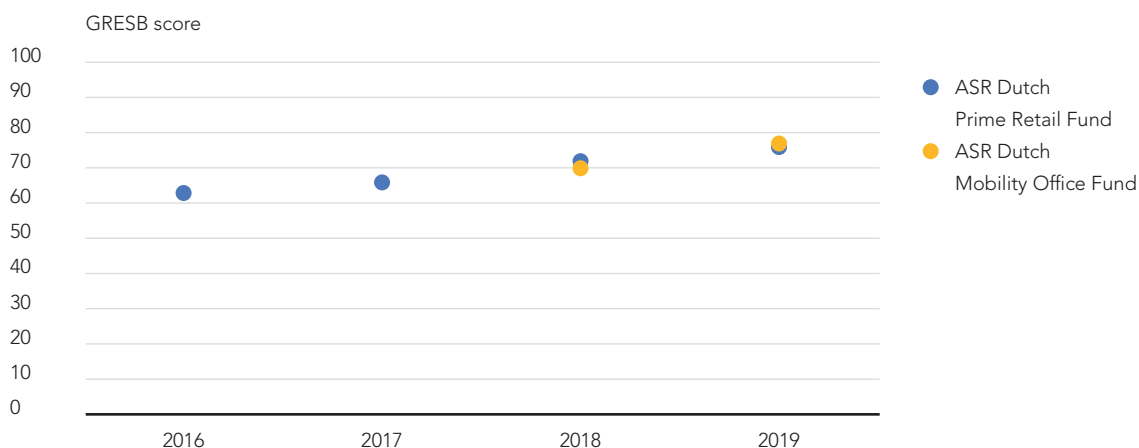
Als gevolg van de uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren. Om dagelijkse liquiditeit te kunnen faciliteren is het voornemen om de portefeuille van het Fonds voor eind 2020 volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed.

Door deze transitie wordt er geen direct vastgoed meer aangekocht en bestaat de portefeuille nog uit één vastgoedproject, de Lijnbaan te Rotterdam. Op het moment vindt er een herpositionering plaats van dit object welke in 2020 zal worden afgerond. Verwacht wordt dat het energielabel aanzienlijk verbeterd zal worden. In verband met de verwachte verkoop van het vastgoedproject is er geen GRESB beoordeling uitgevoerd in 2019.

Niet-beursgenoteerd Vastgoed

Naast de directe vastgoedportefeuille, participeert het Fonds in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen welke een helder MVO-beleid hebben en naleven. Het duurzaamheidsbeleid en de uitvoering daarvan van de niet-beursgenoteerd fondsen wordt 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. De huidige fondsen scoren allemaal minimaal een GRESB Green Star met drie sterren.

GRESB score per fonds

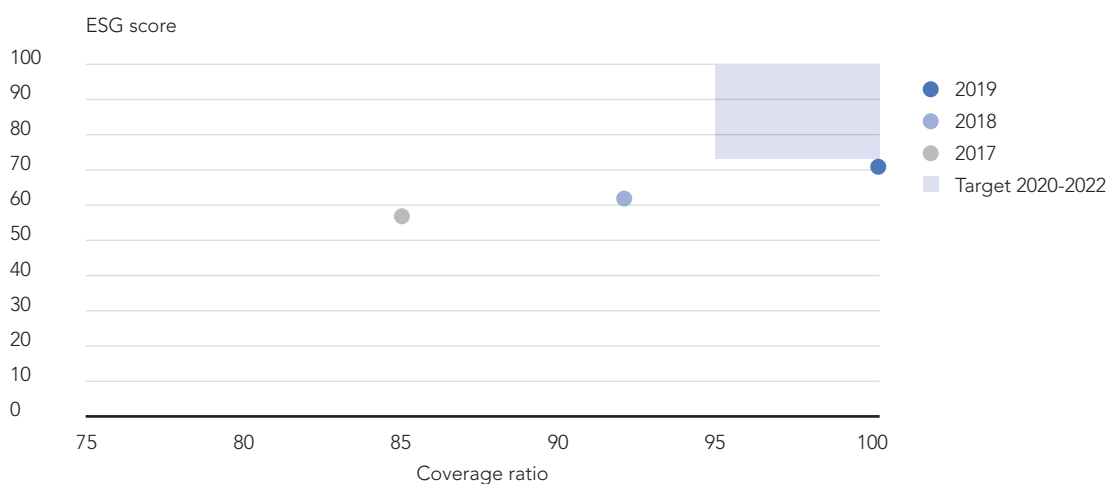


Beursgenoteerd Vastgoed

Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan AXA Investment Managers (hierna 'AXA'). Binnen het selectieproces van beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt duurzaamheid als belangrijk onderdeel beschouwd. AXA heeft een dedicated Responsible Investment team van 16 experts. De doelstelling van AXA is bedrijven te identificeren die middels verduurzaming waarde creëren op de lange termijn. In het beleggingsproces worden de bedrijven als eerste beoordeeld op de governance structuur. Daarnaast worden de bedrijven beoordeeld op onderwerpen als compliance met milieunormen in gebouwen, energie-efficiëntie, CO2 footprint, 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 meten. Sinds 2018 is inzicht verkregen in de ESG prestatie van beursgenoteerde vastgoedfondsen. Dit gebeurt middels de ESG score van Thomson Reuters. Ten opzichte van 2019 is de ESG score van de beursgenoteerde portefeuille licht verslechterd van 71 naar 65. Daarnaast is 97% (100% in 2019) van de portefeuille voorzien van een ESG score (coverage ratio). Het fonds heeft de doelstelling om in 2022 een ESG score te behalen van 75 en een coverage ratio van 95%.

ESG score beursgenoteerd vastgoed



Naast de ESG scores van Thomson Reuters brengt AXA op maandbasis de energie en waterperformance van de portefeuille in kaart. De score komt tot stand door het de CO2 uitstoot en het aantal kubieke meters water te delen door de omzet van de portefeuille. De lagere score ten opzichte van de benchmark komt met name door de overweging naar Duitse woningen. Deze overweging heeft geleid tot een sterkere outperformance van de outperformance van de beursgenoteerde portefeuille.

Carbon intensity and water intensity

Carbon Intensity

(CO2 Tons / Millions \$ Revenue)

Fund Carbon Intensity:

92

38 of 38 Stocks Covered (100%)
100.0% Fund Weight Scored



Benchmark Carbon Intensity:

90

40 of 40 Stocks Covered (100%)
100.0% Fund Weight Scored

Detailed analysis in this report

Water Intensity

(Cubic meters / Millions \$ Revenue)

Fund Water Intensity:

2,216

38 of 38 Stocks Covered (100%)
100.0% Fund Weight Scored



Benchmark Water Intensity:

2,112

40 of 40 Stocks Covered (100%)
100.0% Fund Weight Scored

Detailed analysis in this report

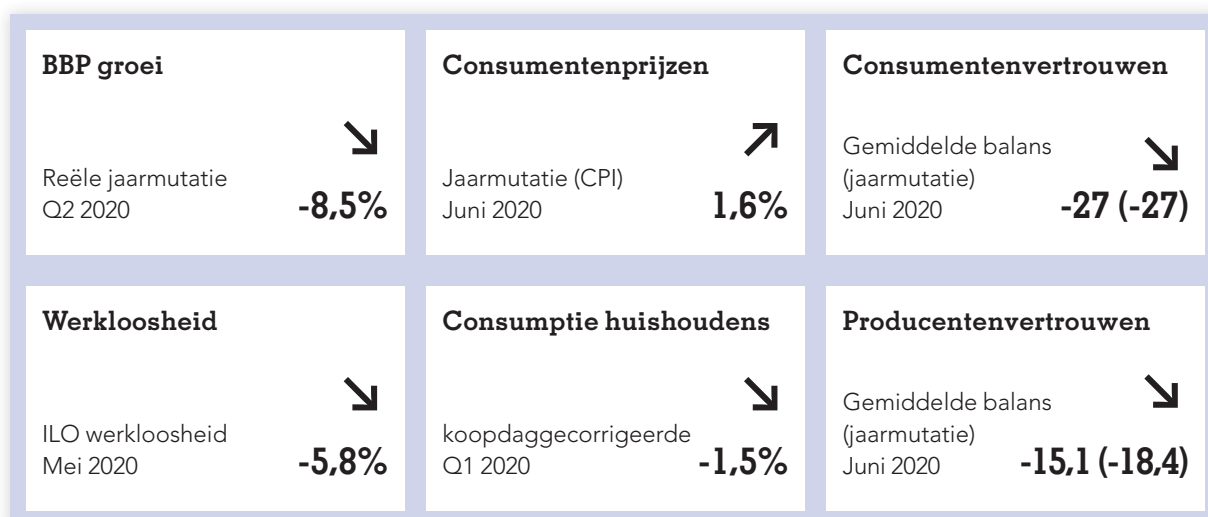
Bron: AXA IM, 2020

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 een onafhankelijk extern taxatiebureau. 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 taxateur. 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 portefeuille marktconform is vastgesteld.

Nederlandse economie

Figuur 1 Economische indicatoren Nederlandse economie



Bron: CBS, 8 september 2020

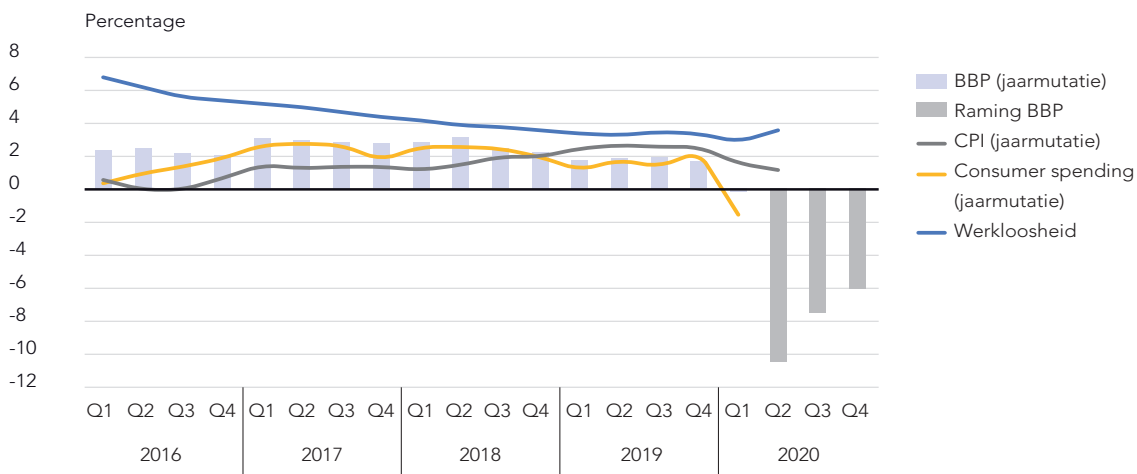
In de eerste helft van 2020 liet de Nederlandse economie een erg gemengd beeld zien. Tot en met februari leek dit jaar in een gematigde vorm een voortzetting te zijn van het economisch stabiele 2019, echter met de uitbraak van COVID-19 en de daaropvolgende (intelligente) lockdown in de loop van maart is de situatie volledig

veranderd. Door deze intelligente vorm van een lockdown werd er ruimte gegeven aan bepaalde sectoren om te blijven draaien maar een gelijktijdige schok aan zowel de vraag- als aanbodzijde van de economie bleek onontkoombaar: door de contactbeperkende maatregelen opereerden enerzijds sectoren zoals bouw en productie op een lagere capaciteit, anderzijds ontstond een forse vraaguitval in onder meer de detailhandel, door de opgelegde adviezen vanuit de overheid.

Doordat de lockdown pas zijn intrede deed in de loop van maart zijn de eerste tekenen van economische krimp als gevolg van het virus pas duidelijk geworden na publicatie van de BBP groeicijfers over het tweede kwartaal. Q1 2020 liet echter al een economische krimp zien van 0,2% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder, wat als eerste teken aan de wand van een diepe recessie kan worden gezien (CBS, 2020). In het tweede kwartaal kromp de Nederlandse economie met 8,5% t.o.v. Q1 2020. Consumentenbestedingen door huishoudens waren in het eerste kwartaal de grootste driver van de economische krimp in Nederland met een krimp van 1,1% ten opzichte van het eerste kwartaal in 2019 welke met name is ingegeven door een forse krimp in maart van 8,3% ten opzichte van maart 2019. Doordat de lockdown echter pas werd ingevoerd in de loop van maart is de grootste teruggang in consumentenbestedingen waargenomen in april en mei: in deze maanden zijn deze met respectievelijk 17,3% en 12,8% gedaald ten opzichte van dezelfde maanden een jaar eerder (CBS, 2020). Vergeleken het tweede kwartaal van 2019 is de Nederlandse economie met 9,3% gekrompen in het tweede kwartaal van 2020. (CBS, 2020).

Het consumentenvertrouwen heeft het afgelopen kwartaal eveneens een historische daling doorgemaakt: in het eerste kwartaal bewoog het consumentenvertrouwen zich nog rond het nulpunt echter daalde het vertrouwen naar -31 in mei, de grootste daling in twee maanden tijd sinds de start van deze meting in 1986. In juni en juli is het vertrouwen licht hersteld naar, inmiddels, -26 (CBS, 2020). Dit wordt met name ingegeven doordat sinds juni de lockdown grotendeels is opgeheven en de zwaarder getroffen delen van de economie weer de draad op kunnen pakken zoals de detailhandel en de horeca, zij het in het geval van de horeca in een aangepaste vorm. Door het lichte herstel in juni en juli na de scherpe daling in april en mei heeft het consumentenvertrouwen niet het dieptepunt van maart 2013 bereikt (-41).

Economische indicatoren Nederlandse economie



Bron: CBS & CPB, 8 september 2020

Als gevolg van de crisis is de werkloosheid in Nederland voor het eerst sinds 2014 weer opgelopen: nadat de werkloosheid tot slechts 2,9% was gedaald in maart, is deze opgelopen tot 4,3% in juni, de grootste stijging in een kwartaal sinds gedetailleerde registratie door het CBS begon in 2003 (CBS, 2020). Hiermee is Nederland nog wel steeds een van de best presterende landen in de Eurozone: het gemiddelde lag daar per eind mei (meest recente data) op 7,5% werkloosheid (Eurostat, 2020).

De Nederlandse consumentenprijzen (CPI) waren eind juni 1,8% gestegen vergeleken met een jaar eerder waarmee het zich op het langjarige gemiddelde begeeft. De inflatie heeft echter in een half jaar tijd een vrij grillig verloop gehad: van 2,8% per december 2019 naar 1,0% in april en terug naar 1,8% in juni. Hierbij dient de kanttekening te worden geplaatst dat het CBS door de uitzonderlijke crisissituatie meer moeite heeft een gedegen CPI samen te stellen doordat normaliter zeer gangbare producten en diensten (tijdelijk) niet beschikbaar waren. Daarnaast is de verwachting dat de inflatie de komende periode verder zal toenemen door prijsstijgingen

ter compensatie van verliezen tijdens de lockdownperiode (CBS, 2020).

Desalniettemin is de Nederlandse prijsstijging per eind juni nog steeds één van de hoogste in de Eurozone en de hoogste in west-Europa, volgens de Europees geharmoniseerde consumentenprijsindex (HCIP). In de Eurozone lag de prijsstijging fors lager, met gemiddeld 0,3% in dezelfde periode. Dit is een daling ten opzichte van juni 2019 (1,3%). In juni 2019 lag ook de prijsstijging in Nederland met 2,7% ongeveer een %-punt boven de meest recente jaarstijging van 1,8% (Eurostat, 2020).

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Sinds 2013 groeit het totale vastgoedbeleggingsvolume, waarbij de hoogtepunt werd bereikt in 2019. Na drie jaren van sterke performance is een daling te zien in de meest recente halfjaarcijfers. Er werd in de eerste helft van 2020 €6,9 miljard belegd in vastgoed, wat een daling is van 16% ten opzichte van medio 2019. Met uitzondering van industrieel/logistiek en winkels was er in de overige vastgoedcategorieën minder geïnvesteerd dan in H1 2019. Na een sterke tweede helft van 2019, waarbij er toen van alle vastgoedsectoren het meest in kantoren was geïnvesteerd, zijn kantoorbeleggingen gedaald naar €1,2 miljard (-38% jaar-op-jaar). Dit is het kleinste kantoorbeleggingsvolume sinds medio 2015. Ondanks een daling van ruim 20% was in de eerste helft van 2020 het meeste geïnvesteerd in woningen. Maar liefst €3,2 miljard werd in woningen geïnvesteerd, ongeveer de helft van het totale investeringsvolume. Verder werd €1,3 miljard in industrieel/logistiek (+53%), €637 miljoen in winkels (+2%), €394 miljoen in overig onroerend goed (-40%) (bijvoorbeeld zorgvastgoed) en €140 miljoen in hotels (-47%) belegd (CBRE, 2020).

In bovenstaande ontwikkelingen zijn de effecten van de COVID-19 crisis enigszins te zien in de Q2 2020 cijfers. Het begin van de crisis, welke gedeeltelijk in Q1 2020 begon, resulteerde al tot een jaar-op-jaar daling van het totale beleggingsvolume met 10% in Q1. Deze krimp zette door in het daaropvolgende kwartaal met een jaar-op-jaar krimp van 23%. In Q2 groeide beleggingen in industrie/logistiek op jaarbasis met 27%. Zowel woningen als overig vastgoed bleven stabiel op jaarbasis in Q2 2020. Op jaarbasis krompen de categorieën hotel (-51%), kantoren (-66%) en winkels (-83%) (CBRE, 2020).

Ondanks de COVID-19 dip bestaat er nog steeds een brede interesse van buitenlandse beleggers in Nederlands vastgoed en heeft Nederland een vaste plek gekregen in de top 5 van landen waarin het meest belegd wordt in Europa. De afgelopen drie jaar lag het investeringsvolume in Europa eveneens op een hoog niveau, namelijk boven de €300 miljard per jaar. Medio 2020 was er €131 miljard belegd in internationaal vastgoed, dit niveau is in lijn met voorgaande halfjaarcijfers. In Q2 2020 is het beleggingsvolume in Nederlands vastgoed gedaald op jaarbasis met 23% ten opzichte van Q2 2019. Van de top 5 Europese landen is deze daling relatief bescheiden. Zo zijn vastgoedbeleggingen in diezelfde periode in Duitsland met 20% gedaald en is er in Frankrijk en het Verenigd Koninkrijk zelfs 60% minder belegd in vastgoed.

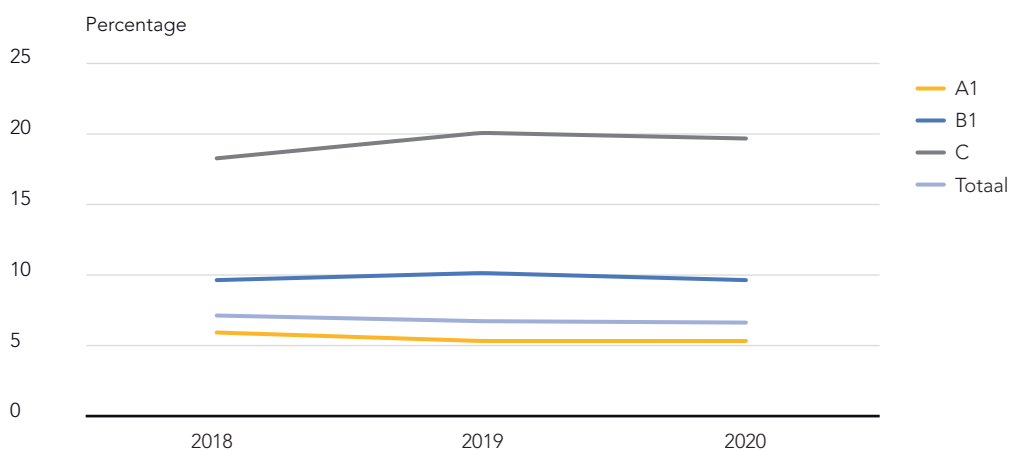
Met name de onzekerheden rondom de Brexit speelden investeringen in het Verenigd Koninkrijk parten wat resulteerde in een volumedaling van 12% naar €20,8 miljard ten opzichte van H1 2019. De meeste investeringen vonden plaats in Duitsland met een totaal volume van €41,8 miljard, dankzij een toename van 34%. Dit komt neer op een stijging van 34% ten opzichte van dezelfde periode in 2019. Duitsland vertegenwoordigt 32% van totaal investeringsvolume in Europa. In Frankrijk nam het investeringsvolume af met 21% tot ongeveer €12,5 miljard aan vastgoedinvesteringen. Naar sectoren is de kantorenmarkt nog steeds de grootste beleggingscategorie, met 30% van het totaal belegd volume. Dit betekent wel een sterke daling ten opzichte van 2019, toen 42% van alle internationale beleggingen gericht waren op kantoren. Een deel van deze interesse is verschoven naar de woningmarkt (medio 2020 +33% jaar-op-jaar), wat iets meer dan de kwart van het totale investeringsvolume vertegenwoordigt. Daarna volgt de categorie winkels met ruim 16% een lichte stijging ten opzichte van H1 2019, gevolgd door de categorie overig (12%) en industrieel/logistiek (11%) welke redelijk stabiel bleven. In de hotel categorie is ongeveer de helft minder geïnvesteerd dan in het eerste halfjaar van 2019 en vertegenwoordigt deze categorie slechts 4% van het totale investeringsvolume.

Nederlandse winkelruimtemarkt

De totale retailomzet (incl. online shopping) blijft met 3,9% j-o-j doorstijgen in het eerste kwartaal van 2020, de meeste recente data (CBS, 2020). Een scherpere blik op de kwartaaldata geeft een duidelijk beeld van de winnaars en verliezers van COVID-19. Sterk presterende retailbranches zijn doe-het-zelf en consumentenelektronica met respectievelijk 13,9% en 5,5% j-o-j groei. Slecht presterende retailbranches omvatten kleding en speelgoed. Food (+3,0%) en meer specifiek supermarkten (+6,8%) blijven goed presteren met sterke groeicijfers. Non-food behaalde in het eerste kwartaal 0,7% minder omzet dan in hetzelfde kwartaal een jaar eerder.

COVID-19 lijkt daarnaast de standvastige groei (14,6%) van online shopping te versnellen (CBS, 2020). De pandemie geeft ook inzicht in hoe een omni-channel strategie zich kan materialiseren in omzetcijfers. De omzetgroei van fysieke consumentenelektronica gaat sinds het uitbreken van het virus gepaard met digitale omzetgroei. Voorlopige omzetcijfers van april geven omzetsdaling aan opgevolgd door een sterk herstel in mei. Dit wijst op uitstel van aankopen en geen afstel. Echter, de impact van COVID-19 op de Nederlandse werkgelegenheid laat zich pas sinds het einde van het tweede kwartaal zien wat vermoedelijk voor neerwaartse druk gaat zorgen op non-food branches gerelateerd aan grotere (huishoudens)uitgaven.

Leegstand per retailsegment



Bron: Locatus, 2020

De impact van een aantal faillissementen in het laatste kwartaal van 2019, waaronder warenhuis Hudson's Bay, tekent zich scherp af in de leegstandsontwikkeling. Met deze reeks aan faillissementen ondergaan ook het B-1 en A-1 segment een fikse leegstandsstijging. Eind juni 2020 is de A-1 leegstand hoger dan het lange termijn B-1 gemiddelde en de actuele B-1 leegstand ligt rond het langjarig gemiddelde van het C-segment. De kwetsbaarheid van de binnenstedelijke winkelstraat groeit over de volledige breedte van de segmenten.

Met de stijgende leegstand groeit ook de noodzaak en actie tot herontwikkeling van winkelpanden. Dit geldt voor winkelpanden op centrale locaties als de oude Hudson's Bay panden, maar ook voor aanloopstraten of delen van winkelgebieden die geen toekomst meer hebben als winkelfunctie. Over het algemeen geldt: hoe centraler in het winkelgebied gelegen hoe groter de kans dat er in de herontwikkeling (deels) plaats blijft voor moderne winkelconcepten. COVID-19 versnelt deze retailtransitie. Circa 30% van de winkelmarktbeleggers geeft aan dat zij interesse hebben in winkelassets met een herontwikkelingsopgave (CBRE, 2020). Dit is een lichtend voorbeeld van het ruimende karakter van de vastgoedmarkt. Deze herontwikkelingen zorgen uiteindelijk voor minder winkelvoorraad en een gezonde, kleinere detailhandelsstructuur. Supermarkten en wijkwinkelcentra met een groot food-aandeel kennen over het algemeen stijgende omzetten en een relatief lage leegstand, zeker indien ingebed in een groeiend verzorgingsgebied.

Gedreven door een aantal grote portefeuilledeals in Q1 ligt het investeringsvolume in winkels in H1 2% hoger dan vorig jaar. Echter, het investeringsvolume in Q2 hoort bij de laagste sinds 2006 (CBRE, 2020). De investeringsmarkt in binnensteden staat meer in het teken van winkelvastgoed met een herontwikkelingsopgave. De stevige afwaarderingen in binnensteden maken de business case in steeds meer gevallen haalbaar. In het eerste halfjaar van 2020 is 24% van beleggingsvolume van winkelvastgoed gekocht met transformatie/herontwikkeling als doel (CBRE, 2020). Met deze transformaties wordt, afhankelijk van de locatie, de winkelfunctie (verder) vermengd met

kantoren, horeca, (medische) dienstverlening, leisure en woningen. Met de uitdagende marktomstandigheden in de binnensteden verleggen steeds meer beleggers hun aandacht naar wijkwinkelcentra. De biedingsdynamiek rondom wijkwinkelcentra met sterke verzorgingsgebieden is competitief, waardoor deze food-gedreven assets stabiele waarden behouden. Daarnaast kunnen prime winkelpanden in de G4 de afwaarderingen beperkt houden. Daarentegen hebben non-prime winkelunits in de binnensteden, winkels in aanloopstraten en niet-dominante wijkwinkelcentra te maken met stevige afwaarderingen.

Nederlandse (huur)woningmarkt

De koopwoningmarkt trekt de stijgende lijn van de voorgaande zes jaren ook door in 2020: in het eerste kwartaal steeg de gemiddelde verkoopprijs naar €326.000, een nieuw record. De gemiddelde stijging kwam hiermee in een jaar tijd op 6,6% terwijl dit nog 6,2% was in het vierde kwartaal van 2019.

De prijs van een nieuwbouwwoning nam echter nog harder toe en gemiddeld moet hier inmiddels (Q1 2020) €412.000 voor worden betaald, een stijging van 8,8% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2019. Deze toegenomen stijging is met name ingegeven door hogere bouwkosten om onder meer gehoor te geven aan de duurzaamheidseisen vanuit de overheid en in algemene zin door de verder toegenomen leencapaciteit van huishoudens en een beperkt aanbod nieuwbouwwoningen (CBS, 2020).

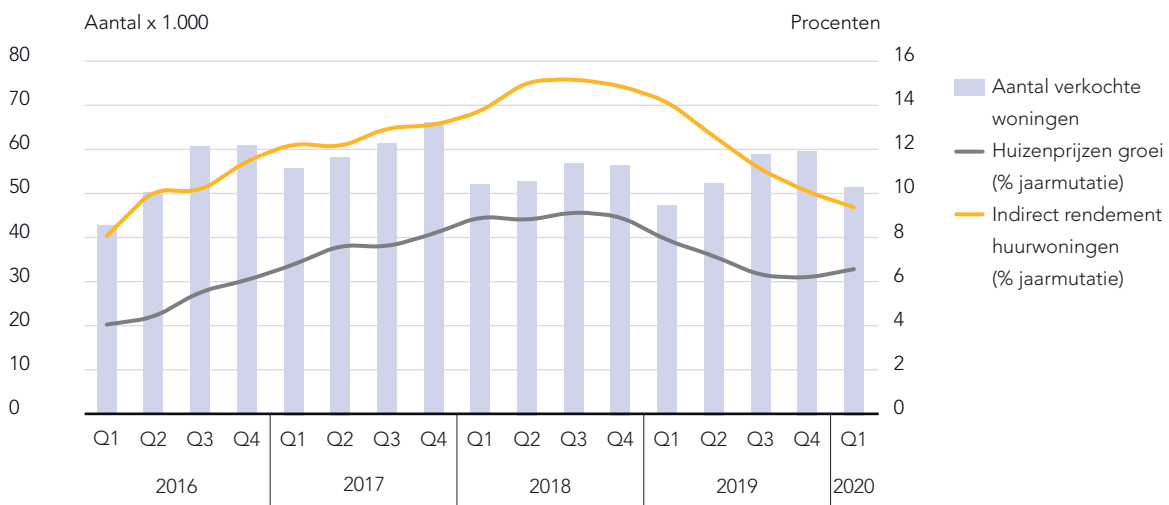
Het aantal (bestaande) woningtransacties is eveneens toegenomen: 51.600 woningtransacties werden in het eerste kwartaal genoteerd, 8,7% meer dan in het eerste kwartaal van 2019. Hiermee lijkt nog geen sprake van een afname als gevolg van de crisis echter is de verwachting wel dat dit in het tweede kwartaal zal plaatsvinden door de contact-beperkende maatregelen.

Tot en met mei zijn ongeveer 27.900 nieuwbouwwoningen toegevoegd aan de Nederlandse voorraad, wat vrijwel gelijk is aan het aantal in dezelfde periode een jaar eerder (27.500). Vooruitkijkend lijkt het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen dit jaar wederom rond de 70.000 uit te komen, onder voorbehoud van enige capaciteitsbeperkingen op bouwplaatsen als gevolg van de crisis (CBS, 2020). Dit aantal is ongeveer in overeenstemming met de doelstelling van de overheid, namelijk 75.000 nieuwe woningen per jaar. Desondanks is het woningtekort begin 2020 gestegen tot 315.000. Dit komt mede doordat het aantal huishoudens sneller stijgt dan er nieuwbouwplannen worden ontwikkeld (Capital Value, 2020).

Het jaar-op-jaar indirect rendement van huurwoningen liet in het eerste kwartaal van 2020 een stijging zien van 9,4% ten opzichte van het eerste kwartaal van 2019. In combinatie met het direct rendement kwam daarmee het totaal rendement op 12,8%. Zoals ook merkbaar op de koopwoningmarkt neemt op de woningbeleggersmarkt de groei ook al enkele kwartalen af. Na drie jaar van dubbele cijfers en een jaar-op-jaar piek van 15,2% medio 2018, neemt de stijging inmiddels al zeven kwartalen af.

In tegenstelling tot de andere traditionele vastgoedsectoren winkels en kantoren lag het beleggingsvolume van woningen het afgelopen half jaar precies op het halfjaarlijks gemiddelde kijkend naar de topjaren 2017 t/m 2019, en zelfs ver boven het gemiddelde de jaren ervoor (2013-2016). Winkels en kantoren bleven (ver) onder hun eigen gemiddelde met respectievelijk 80% en 54%. Het afgelopen halfjaar namen woningen derhalve maar liefst 46% van het totale beleggingsvolume voor hun rekening, waar dit langjarig 30% was. Dit impliceert dat ondanks de onzekerheden in de markt beleggers alsnog woningen weten te vinden en geloven in het solide (lange termijn) fundament van deze sector.

Aantal verkochte woningen en groei huizenprijzen



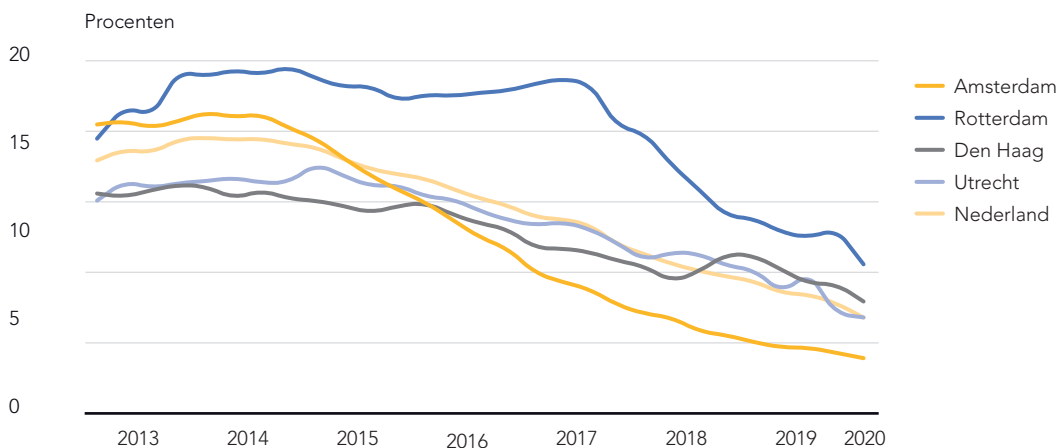
Bron: CBS, 2020 & MSCI, 2020

Nederlandse kantoorruimtemarkt

Het opnameniveau van het eerste kwartaal van 2020 (meest recente cijfers) liet een daling van 39% zien ten opzichte van Q1 2019. Een belangrijk deel van de marktdynamiek vond plaats in de vier grote steden; hier werd ongeveer 68% van de kantoorruimtes in de markt opgenomen. Dit is een stijging van 10% in vergelijking tot Q1 2019. De opname in Amsterdam is sterk gegroeid van 30% in Q1 2019 naar maar liefst 48% van de totale opname in Nederland in Q2 2020 (CBRE, 2020). Vanwege COVID-19 is de verwachting dat kantooropname gaat dalen. De voorlopige cijfers voor H1 2020 laten een jaar-op-jaar terugval van opname zien in de algemene kantoorruimtes met -20% en binnen de G5 steden zelfs een daling van 40% (FD, 2020).

Van de totale kantoorvoorraad (circa 48 miljoen m²) stond medio 2020 ongeveer 5,35 miljoen m² leeg, wat neerkomt op 11,2% van de voorraad. Ten opzichte van H1 2019 was de leegstand gedaald, namelijk ongeveer 1%. De leegstandsverschillen variëren per regio en type locatie. Zo kent de G4 een significant lagere leegstand dan de overige steden. Amsterdam heeft van de G4 steden het laagste leegstandcijfer, namelijk 3,2% in medio 2020. Vergeleken met het vijfjaarsgemiddelde is de leegstand in Amsterdam gehalveerd. Daartegenover kent Rotterdam het hoogste leegstandcijfer: 8,5% (CBRE, 2020). De lage leegstandcijfer ten opzichte van de kredietcrisis laat zien dat de kantoorruimtemarkt enige ruimte biedt voor de verdere schokken van COVID-19.

Leegstand (%) G4 steden en Nederland



Bron: CBRE, 2020

Medio 2020 zijn er enkel huurstijgingen genoteerd in Amsterdam. De tophuur werd gerealiseerd op de Zuidas met €475 per m², een groei van €15 vergeleken met eind 2019. Op Amsterdam Sloterdijk zijn de tophuren gestegen met €15 naar €240 per m² vergeleken met een jaar eerder. De tophuren in de Amsterdamse binnenstad staan sinds begin 2019 stabiel op €460 per m². De huurprijzen in de overige G4 steden zijn gelijk gebleven in 2020 met voor Utrecht €285 per m², Den Haag €250 per m² en Rotterdam €245 per m² (CBRE, 2020). De verwachting is dat de verdere stijging gering blijft ondanks het gebrek aan nieuwe hoogwaardige kantoorlocaties. De aanvangsrendementen onder de 4,5% zijn geen uitzondering meer en zijn sinds 2019 gelijk gebleven voor de G4 kantoorlocaties. Amsterdam spant de kroon met de laagste aanvangsrendementen van 3,0% (CBRE, 2020).

De effecten van COVID-19 op de kantorenmarkt zijn nog in beperkte mate zichtbaar in deze cijfers. De verwachting is dat de leegstand stijgt, huurprijsstijgingen afvlakken en dat aanvangsrendementen niet verder gaan dalen. Het jaarverslag van 2020 als geheel zal duiding moeten geven van de impact van COVID-19 op de kantorenmarkt.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

Na het positieve jaar 2019 begon het jaar 2020 met positieve koersontwikkelingen voor Europees beursgenoteerd vastgoed. Enkele geopolitieke en macro-economische zorgen leken eind 2019 te zijn weggenomen. Medio december 2019 werd een tijdelijke handelsovereenkomst tussen de Verenigde Staten en China gesloten (Bloomberg, 2019). Daarnaast werd eind december 2019 een uittredingsovereenkomst in het Brits parlement goedgekeurd, waar dit eerder in 2019 meerdere keren mislukte (BBC, 2019). Echter, waar de voorgenoemde perikelen afnamen brak begin 2020 COVID-19 uit in het Chinese Wuhan (WHO, 2020). In eerste instantie had de vrees over de impact van de COVID-19 uitbraak een beperkte impact op Europees beursgenoteerd vastgoed. De defensieve karakter van Europees beursgenoteerd vastgoed leek in januari zelfs een reden te zijn voor beleggers om zich te richten op deze subsector van de aandelenmarkt. Ter referentie: in januari 2020 behaalde Europese beursgenoteerd vastgoed (EPRA) een rendement van 1,2%, terwijl de Stoxx 600 een rendement van -1,2% behaalde (AXA, 2020).

Echter, gauw bleek dat de virusuitbraak in Wuhan de potentie had om een pandemie te worden. Dit nieuwe inzicht had vanaf de maand februari hevige impact op de financiële markten. Ter referentie: Europees beursgenoteerd vastgoed behaalde in februari 2020 een performance van circa -7,5%. Echter, nadat COVID-19 zich relatief snel verspreidde in Europa (m.n. Italië) maakten wereldwijde aandelenbeurzen negatieve koersontwikkelingen door. De onaangekondigde maatregelen van centrale banken werden in eerste instantie niet goed ontvangen door beleggers. De Amerikaanse centrale bank kondigde onverwacht aan haar belangrijkste rentetarief te verlagen naar een niveau van 0% - 0,25%. De Britse centrale bank volgde kort daarna ook met een renteverlaging (0,1%), terwijl de Europese Centrale Bank inzette op het verschaffen van liquiditeit aan de kapitaalmarkt (Reuters, 2020). Gedurende maart 2020 lieten Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen koersontwikkelingen zien van ca. -21% a.g.v. de COVID-19 uitbraak in Europa (AXA, 2020).

Ten opzichte van andere aandelensectoren maakten Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen in februari en maart 2020 relatief negatievere koersontwikkelingen door. De lockdowns in Europa hadden directe impact op het gebruik van vastgoedobjecten, bijvoorbeeld doordat men niet meer kon reizen, winkelen en thuis moest werken. Met name pan-Europese hotel- en winkelvastgoedfondsen behoorden tot de fondsen met de negatiefste koersontwikkelingen, voornamelijk gedreven door de lockdowns en mogelijke lange termijn impact van de virusuitbraak op de economie. Huurders van de onderliggende vastgoedobjecten kwamen door de lockdowns in moeilijkheden, bijvoorbeeld door minder tot geen omzet. Als gevolg hiervan werden de huurbetalingen aan vastgoedfondsen onzeker. Om voldoende liquide middelen in kas te houden namen Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen verscheidene maatregelen, waaronder het annuleren, opschorten dan wel verlagen van dividenduitkeringen over het boekjaar 2019.

Na de negatieve koersontwikkelingen van februari en maart 2020 herstelde de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt vanaf april 2020. Verdere maatregelen van centrale banken om de economie overeind te houden dan wel aan te jagen leken positief te worden ontvangen door beleggers. Daarnaast zorgden hoopgevende nieuwsberichten over minder snelle verspreiding van het virus en mogelijke vaccins voor licht optimisme. In de maanden april, mei en juni 2020 maakten Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen respectievelijk de volgende koersontwikkelingen door: +3,7%, +1,6% en +1,0% (AXA IM, 2020). De negatieve koersontwikkelingen van februari en maart 2020 werden hiermee echter niet teniet gedaan.

Naast de COVID-19 uitbraak vonden er ook meso-economische ontwikkelingen plaats op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt, met name op het vlak van fusies en overnames. Zo nam het Frans genoteerde Gecina een meerderheidsbelang (ca. 86%) in het Duits beursgenoteerde kantoorfonds Godewind. Door dit verworven belang belegt Gecina in een kantorenportefeuille die een waarde van €1,2 miljard vertegenwoordigde. Het Brits genoteerde Capital & Counties kondigde op haar beurt aan een aanmerkelijk belang (26%) te nemen in haar branchegenoot Shaftesbury. Het in Duitsland genoteerde Vonovia kondigde eind juni aan een belang van ca. 2,6% te nemen in het Nederlandse niet-beursgenoteerde vastgoedfonds Vesteda Residential Fund. Hiermee deed Vonovia haar eerste indirecte belegging in Nederland. Volgens de CEO van Vonovia is het een kleine stap in de juiste richting, maar biedt dit de mogelijkheid om haar Nederlandse beleggingen uit te bouwen als de kans zich voordoet. Naast fusies en overnames vond er ook een opmerkelijke faillissement plaats, namelijk die van het Brits beursgenoteerde pan-Europese winkelfonds Intu. Nadat meerdere pogingen om het winkelvastgoedfonds te redden waren mislukt bleek een faillissement onwendbaar. Vlak na het aankondigen van het faillissement besloot de CEO op te stappen. Het aandeel verloor in juni ca. 65% van haar waarde alvorens de Britse toezichthouder de handel in dit aandeel staakte (AXA IM, 2020).

Vooruitzichten 2020

Economische vooruitzichten

- De economische vooruitzichten wereldwijd, en dus ook voor de Eurozone en Nederland zijn sinds het wereldwijd uitbreken van COVID-19 eind januari significant veranderd en vooral nog hoogst onzeker. Ramingen zijn inmiddels drastisch bijgesteld: volgens de Europese Commissie (EC) zal de economie van de Eurozone dit jaar krimpen met 8,7%. Deze krimp wordt veroorzaakt door alle getroffen overheidsmaatregelen, zoals verregaande lockdownperiodes in de meeste West-Europese landen. De EC verwacht echter wel dat de economie ook weer krachtig zal opveren in de loop van dit jaar en met name volgend jaar: voor 2021 wordt een groei van 6,1% verwacht (European Commission, 2020);
- Deze prognose kan inmiddels kracht bij worden gezet door het onlangs overeengekomen EU Herstelfonds. In juli 2020 zijn de 27 lidstaten van de Europese Unie tot een akkoord gekomen voor een gezamenlijke meerjarenbegroting met een coronaherstelfonds. Dit fonds heeft als doel om de gezamenlijke welvaart te verhogen door zwaardere getroffen landen tegemoet te komen en economische hervormingen door te voeren. De Europese Unie hoopt hiermee te herstellen uit de crisis en weerbaarder te zijn als geheel voor de toekomst;
- Voor de Nederlandse economie zijn de ramingen eenduidiger en zal de recessie gematigder maar wel langduriger zijn: zowel de DNB als het CPB verwachten dat de Nederlandse economie dit jaar krimpt met 6,4%, met de grootste impact in het tweede kwartaal. Onder voorbehoud van een tweede uitbraak van het virus zal herstel al in de tweede helft van dit jaar optreden echter is de verwachting wel dat de economische groei in 2021 en 2022 het 'crisisjaar' 2020 niet teniet zullen doen: pas in 2023 zal het volume van de Nederlandse economie weer op het niveau zijn van eind 2019 (CPB, 2020 & DNB, 2020);
- Bovenstaande ramingen betreffen een relatief optimistisch basisscenario. Immers, het gaat er van uit dat er door het uitblijven van een tweede opleving van het virus geen nieuwe lockdownperiode ingelast hoeft te worden. Daarnaast zijn de economische steunmaatregelen van de Nederlandse overheid dermate van omvang dat veel bedrijven de mogelijkheid hebben om de crisisperiode te doorstaan. Hierdoor zal de crisis dus slechts een kortdurend, maar hevig effect op de economie gaan hebben, is de verwachting. Bij dit scenario wordt eveneens uitgegaan van het verschijnen van een vaccin en/of een verbeterde immuniteit van de bevolking. De werkloosheid zal in dit scenario niet boven de 7% uitkomen (CPB, 2020);
- In de negatievere scenario's zal enerzijds het herstel langzamer op gang komen en anderzijds wordt er rekening gehouden met een tweede opleving van het virus waarbij bedrijven die al aangetast waren door de crisis in nog zwaarder weer komen door een tweede lockdownperiode. Met name in dit laatste scenario zullen productieprocessen stagneren, consumenten hun aankopen uitstellen en zal de werkloosheid hard oplopen naar 11% in 2021. Daarnaast zullen ook banken in de problemen komen door oninbare kredieten. Volledig economisch herstel zal in deze twee scenario's pas in de loop van 2023 optreden (CPB, 2020).

Vastgoedbeleggingsmarkt

- De exacte impact van de uitbraak van COVID-19 is nog onduidelijk en kan zorgen voor een volatiel verloop van zowel de economie, financiële markten als vastgoedbeleggingsmarkten. De Q2 cijfers tonen al enige terughoudendheid van beleggers. Enerzijds het onder controle houden van het virus en anderzijds de opleving in de gebruikersmarkt in opnamecijfers of passanten zou ten goede komen van beleggersinteresse;

- De verwachting is dat beleggers in vastgoed gealloceerd blijven vanwege het relatief hoge en lang termijn rendement uit huurinkomsten. Ook het illiquide karakter van vastgoed zorgt ervoor dat een tijdelijk effect niet direct tot kapitaalsuitstroom hoeft te leiden;
- De langetermijnrente zal naar verwachting komend jaar op een laag niveau blijven. Dit betekent dat vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën, zoals obligaties en aandelen, een interessant beleggingsproduct blijft, ook vanwege de gunstige rendement-risicoverhouding;
- Bij aanhoudende interesse en het gebrek aan goede vastgoedbeleggingen, kan de druk op core aanvangsrendementen op de lange termijn aanhouden. Door de uitbraak van COVID-19 verwachten wij op de korte termijn echter ook tijdelijk meer volatiliteit;
- Door de onzekerheid zal wellicht de risicopremies toenemen, wat kan leiden tot stijgende aanvangsrendementen. Als gevolg van mogelijk oplopende leegstand kunnen beleggers terughoudend zijn en kan de dalende trend van transactievolumes van Nederlands vastgoed doorzetten;
- Vastgoedbeleggers zullen hun toevlucht zoeken in core assets om stabiele rendementen te realiseren (bijvoorbeeld kantoren in de grote steden en buurtwinkelcentra);
- Sinds de kredietcrisis in 2008 is de spreiding over de vastgoedsectoren groter geworden, waarbij er op het heden het aandeel kantoor- en winkelbeleggingen gedaald is ten opzichte van woningen, industrieel en zorgvastgoed. De verwachting is dat de groei van deze sectoren blijft en dat de vraag naar kwalitatief vastgoed zal toenemen (CBRE, 2020).

Nederlandse winkelruimtemarkt

- De COVID-19 crisis versnelt de transitie van de retailmarkt. Consumenten verhogen hun adaptatie naar online shoppen waardoor de impact op de fysieke winkelmarkt nog sneller aantreedt. De komst van Amazon naar Nederland draagt daar ook een steentje aan bij;
- De (fysieke) winkelmarkt krijgt daardoor te kampen met verder oplopende leegstand. De dip in consumentenbestedingen, volgend op de toenemende werkloosheid, heeft de meeste impact op retailers in het niet-dagelijkse segment die geen uitgekiende omni-channel strategie hebben;
- Overgedimensioneerde centrale winkelgebieden, kwetsbare aanloopstraten en objecten met een matige locatie gaan te maken krijgen met verdere afwaarderingen en enkel in een positief geval in aanmerking komen voor herontwikkeling. Dit kan een positief effect hebben op de aantrekkelijkheid en verblijfskwaliteit van desbetreffende winkelgebied. Door deze noodzakelijke afname van winkelmeters kunnen de resterende high streets en dominante wijkwinkelcentra uiteindelijk weer profiteren;
- De impact van online supermarkt Picnic is voorlopig beperkt, maar kan bij een aanhoudende groei of voortdurende crisis minder dominante wijkwinkelcentra en supermarkten verder aantasten;
- Non-prime winkelunits, aanloopstraten en niet-dominante wijkwinkelcentra staan onder stevige prijsdruk;
- Dominante wijkwinkelcentra kunnen waardedalingen beperkt houden door positieve lokale marktfundamenten en daarmee gepaard gaande aanhoudende beleggersinteresse;
- Herontwikkeling zal bij meer beleggingstransacties een rol spelen;
- Een opleving van het virus kan gaan leiden tot nog minder consumentenbestedingen, meer faillissementen, sterkere waardedalingen en een versneld herontwikkelingsproces van overbodige winkelruimte in de Nederlandse binnensteden.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

- Op de korte termijn zal de uitbraak van COVID-19 tot dalende kantooropname, stijgende leegstand en daarmee substantiële druk op de huurgroei leiden. Vooral het aflopen van huurcontracten en mogelijk omvallen van bedrijven zal tot leegstand kunnen leiden. Vooral kantoorhoudende sectoren zoals reclame, de uitzend- en evenementenbranche en reisbemiddeling en -organisaties zien de omzetten teruglopen;
- Het tekort aan beleggingsproduct in de G4 zal de komende tijd minder worden doordat beleggers afwachtend zullen acteren. Wanneer de COVID-19 situatie in Nederland meer in controle is, zullen beleggers wellicht weer actiever worden;
- Door de afwachtende houding van beleggers, de stevige dip op de gebruikersmarkt en de stevige volatiliteit van de kantorenmarkt verwachten we een sterke daling van de huidige (hoge) rendementen;
- Na de 'intelligente lockdown' van circa drie maanden, openen diverse bedrijven hun deuren en verwelkomen zij weer werknemers op de werkvloer. Indien er geen tweede COVID-19 golf zich voordoet, kunnen bedrijven langzaam terugkeren naar 'het nieuwe normaal'. De verwachting is dat thuiswerken door werknemers en

werkgevers verder wordt omarmd. Naast productiviteit en efficiëntie zullen factoren zoals beleving en gezondheid een rol spelen bij de realisatie van aantrekkelijke kantoorpanden;

- Bereikbare werkplekken op centraal gelegen locaties, waarbij meerdere functies op loopafstand zijn, zullen naar verwachting passen bij de nieuwe kwalitatieve vraag naar aantrekkelijke kantoorlocaties;
- Het nieuwe kantoor zal voornamelijk excelleren in activiteiten die vanuit huis lastig te realiseren zijn, bijvoorbeeld het ontvangen van klanten/externen, informele sociale interactie en leren van anderen (Leesman, 2020). Dergelijke kantoorlocaties functioneren daardoor meer als 'clubhuis', waarbij geconcentreerd en efficiënt werken vooral thuis zal plaatsvinden;
- Wanneer een tweede COVID-19 golf zich aandoet, zullen faillissementen de kantoorwaarden zwaar onder druk zetten. Investeerders kunnen vluchten naar veilige havens als de Zuidas.

Nederlandse woningmarkt

- De uitbraak van COVID-19 zal, ondanks de aanhoudend sterke fundamenten, ook op de woningmarkt een negatieve impact hebben;
- De impact van het virus heeft in enkele maanden tijd een forse deuk geslagen in het vertrouwen van de consument. Ondanks het grotendeels opheffen van de lockdown is er bij veel consumenten nog steeds grote onzekerheid omtrent baan zekerheid en inkomensgroei, ook op langere termijn. Dit zal eveneens de woningmarkt gaan raken aangezien de consument een afwachtende houding aan gaat nemen. Op dit moment laat de markt dergelijke sentimenten nog niet zien met een stabiel aantal transacties en stijgende verkoopprijzen;
- De dalende huizenprijzen zullen echter, vergeleken met de aanstaande recessie, minimaal zijn. Door de positieve prijsontwikkeling in het eerste kwartaal zullen de huizenprijzen dit jaar naar verwachting niet, of minimaal gaan dalen. Door de vertragende werking van de woningmarkt op recessies prognosticeert de DNB pas voor 2021 (-2,1%) en 2022 (-3,7%) prijsdalingen (DNB, 2020). Immers, de randvoorwaarden zijn, behoudens eerdergenoemde onzekerheden, positief: het aantal huishoudens blijft groeien, de hypotheekrente is nog steeds zeer laag en de leencapaciteit van huishoudens zal vermoedelijk gaan toenemen wat prijsopdrijvend gaat werken (FD, 2020);
- Naast een groei in huishoudens neemt het woningtekort toe de komende jaren door een stagnerende nieuwbouwproductie die het jaarlijkse streefgetal van de overheid (75.000) amper kan bijbenen. Een eventuele productie-uitval door COVID-19 draagt hier eveneens niet aan bij alsmede de aanhoudende problematiek rondom de stikstof- en PFAS-normeringen;
- Op de beleggingsmarkt zal een meer afwachtende houding worden ingenomen worden door een groot aantal beleggers in verband met algemene onzekerheden en de verwachte prijsdalingen. In een negatief scenario zal ook de beleggingswaarde van woningen onder substantiële druk komen te staan. Stijgende werkloosheid en dalende inkomensgroei kan de huur- en leegwaardegroei afremmen. Dit leidt ertoe dat (korte termijn) beleggers naar alternatieve investeringen gaan zoeken wat al merkbaar is in de gerealiseerde beleggingsvolumes tot en met juni. Alle vastgoedsectoren laten lagere handelsvolumes zien echter het volume woningbeleggingen behelst 46% van het totale volume, historisch gezien een ongekend hoog percentage wat impliceert dat woningen als de meest solide vastgoedsector kan worden gezien;
- Lange-termijnbeleggers zullen derhalve onverminderd op zoek blijven naar stabiele woonproducten doordat de fundamenten van de woningmarkt sterk zijn en ten opzichte van andere typen vastgoed het meest stabiel. In dit licht zal de impact van COVID-19 als een tijdelijke vraag en aanbod 'shock' gezien kunnen worden;
- Met het oog op de crisis zal het midden dure huursegment het meest aantrekkelijke segment blijven: bovenstaande onzekerheden zullen met name de koopwoningmarkt raken, waarbij het midden dure huursegment als vangnet kan fungeren voor huishoudens die (onverhoopt) niet meer (kunnen) kopen;
- Overheidsbeleid zal echter wel een sterkere stempel gaan drukken op het reguleren van het midden dure huursegment en zal zich verder inzetten op betaalbaarheid en het terugdringen van het woningtekort. Kopen om te verhuren zal verder worden ontmoedigd.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Medio maart 2020 is het sentiment voor mondiale aandelenmarkten verslechterd door de uitbraak van COVID-19 in Europa;
- Het ontbreken van een vaccin en een eventuele tweede golf van COVID-19 kan op de middellange termijn een aanhoudend negatief effect hebben op de economische groei en financiële markten, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed;

- Voor beursgenoteerd vastgoed geldt dat de maatregelen van centrale banken en rentebewegingen een belangrijke factor zullen zijn in het uiteindelijke totaalrendement;
- De verwachting is dat de ECB-rente ook in 2020 laag zal blijven, terwijl de mogelijkheden van het kwantitatieve verruimingsprogramma zijn verruimd (ECB, 2020);
- De Amerikaanse centrale bank verlaagde de rente in 2019 tweemaal, begin maart 2020 verlaagde de Amerikaanse centrale bank wederom haar belangrijkste beleidsrente (-0,50%);
- Bij stijgende marktrentes zullen beleggers in Europees beursgenoteerd vastgoed zich op de middellange termijn naar verwachting uitsluitend richten op kwalitatief en fundamenteel aantrekkelijke beursgenoteerde vastgoedfondsen;
- De verwachting is dat de inflatie in ook in 2020 beperkt zal stijgen, waarbij de ECB voor 2020 een inflatie percentage van 0,4% verwacht (ECB, 2020);
- De uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese unie is op 1 februari 2020 een feit. In de resterende maanden van 2020 zal het Verenigd Koninkrijk onderhandelen over een handelsverdrag. Het onderhandelingsproces en de uiteindelijke uitkomsten zullen in het restant van 2020 de financiële markten en Europees beursgenoteerd vastgoed beïnvloeden;
- De koers van het Britse pond is bovengemiddeld volatiel als gevolg van de Brexit. De koers van het Britse pond speelt een belangrijke rol in de uiteindelijke performance van Brits beursgenoteerd vastgoed voor niet-Britse beleggers. Het valutarisico van het Fonds wordt niet afgedekt;
- De Verenigde Staten en China dienen nog een handelsovereenkomst voor de langere termijn af te sluiten, de eventuele perikelen die hierbij horen kunnen van invloed zijn op financiële markten in het restant van 2020.

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. De risico's worden verder toegelicht in de risico matrix op pagina 28.

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 risico managementmodel in de organisatie van de manager, zodanig dat procedures en maatregelen zijn vastgesteld die waarborgen dat er een functionele en hiërarchische scheiding wordt gemaakt tussen de taken in verband met risicobeheer en die van de uitvoerende afdelingen.

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

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

Risicomanagement verantwoordelijkheid a.s.r. real estate

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

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

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

Missie risicomanagement

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

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

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

Doelstellingen risicomanagement

De AIF-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 waarde creatie. Door middel van deelname in diverse overlegstructuren en opstellen van diverse risico analyses o.b.v. vastgestelde procedures voorafgaand aan besluitvorming;
- Zorgen voor het implementeren van een risicoraamwerk (RCM) 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 'kritische luisteraar';
- 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 d.m.v. diverse rapportages, jaarlijks opstellen van in control statements door het MT en de externe accountant die de ISAE 3402 verklaring afgeeft van de testresultaten van het RCM;
- 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 7.

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, cfo. hoofd KPV, P&O-adviseur
Strategisch MT a.s.r. real estate	1 x 3 maanden	Strategische doelstellingen monitoren (businessplan)	ceo, managing directors businesslines, cfo, hoofd KPV, P&O-adviseur
Beleggings- en Risico Comité			
Beleggingscomité a.s.r. real estate	1 x 2 weken	Aankopen, investeringen en verkopen, management- rapportages, liquiditeits- prognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR	ceo, managing directors businesslines, cfo, Fiscale Zaken, Compliance, secretaris
Investeringscomité a.s.r. real estate	1 x maand	Aankopen, investeringen en verkopen, management- rapportages, liquiditeits- prognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR, risicomanagement IRR-eis, beleggingsplannen	lid raad van bestuur, ceo, cfo, 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, cfo, Fiscale Zaken, Compliance, hoofd research, secretaris
Risicocomité	1 x kwartaal	Compliance, riskmanagement, monitoring audits	ceo, managing director businesslines, cfo, hoofd KPV, Compliance, secretaris, Operationeel Risicobeheer (ERM), auditmanager, business risk manager a.s.r. real estate
Centraal Beleggingscomité	1 x maand	Aankopen, investeringen en verkopen; Verslagen beleggingscomités / Rapportage beleggingen maandrapportage FIB a.s.r. real estate	lid raad van bestuur ASR Nederland N.V., secretaris, directeur Finance & Risk, directeur Vastgoed, directeur Group Risk Management, directeur a.s.r. vermogensbeheer

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

Strategische Risico Analyse ('SRA')

Het risicobeheersysteem betreft een cyclisch proces van een jaar en start bij de jaarlijkse vaststelling van de strategie door de directie van a.s.r. Als middel om de kansen en bedreigingen op strategisch niveau te identificeren faciliteert de business risk manager jaarlijks de SRA. Deze strategie wordt jaarlijks door de directie van a.s.r. real estate vertaald naar doelstellingen voor a.s.r. real estate en de door haar beheerde fondsen. Jaarlijks voert de directie van a.s.r. real estate, gefaciliteerd door de BRM, een SRA uit waarbij de risico's van de (nieuwe) doelstellingen van de beheerorganisatie en de beleggingsfondsen in kaart worden gebracht.

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. Eventuele beleidsaanpassingen op basis van de bevindingen tijdens de jaarlijkse SRA worden verwerkt in het risicomangementbeleid van a.s.r. real estate en aan de directie van a.s.r. real estate voorgelegd voor akkoord.

NFR Dashboard

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

- omgevingsrisico;
- operationeel risico;
- IT-risico;
- integriteit/compliance risico;
- juridisch risico;
- uitbestedingsrisico;
- strategische risico;
- projectrisico.

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.

Bovengenoemde risico's 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 in de processen. Dit betekent dat op alle niveaus binnen de organisatie zichtbaar is dat bij de besluitvorming de juiste vragen worden gesteld en dat deze vragen leiden tot adequaat handelen. Het management is op alle niveaus verantwoordelijk voor het risicobewustzijn binnen de organisatie en het bevorderen hiervan.

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 risicomanagement- en compliancefunctionarissen in de tweede beheerslijn verantwoordelijk voor vertaling van vigerende wet- en regelgeving naar een intern normenkader en vereisten. Vervolgens ziet zij vanuit haar monitoringsfunctie toe op de implementatie van het normenkader en de vereisten. Team IC beoordeeld vanuit haar tweede lijn beheerverantwoordelijkheid de beheersingsmaatregelen. De derde beheerslijn (internal audit) geeft een geobjectiverd oordeel over de werking van het normenstelsel.

Depositary

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om voor de door haar beheerde fondsen een depositary 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. BNP is aangesteld om als depositary en onafhankelijke bewaarder van financiële instrumenten op te treden voor a.s.r. real estate. Ten behoeve van deze aanstelling is er tussen de depositary en a.s.r. real estate, zoals omschreven in artikel 4:43 Wft, een schriftelijk contract opgesteld en overlegd: de Depositary Agreement.

In de uitvoer van de taken handelen a.s.r. real estate en de depositary 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;
- h) De depositary controleert het juridisch eigendom van beleggingen van het Fonds door middel van de documenten die behoren bij de betreffende transacties. De financiële instrumenten worden geregistreerd door de bewaarder, welke eveneens BNP is, op een financiële instrumentenrekening.

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. Daarnaast staat a.s.r. real estate onder toezicht van BNP welke als onafhankelijke depositary voor financiële instrumenten optreedt. Deze rol vloeit voort uit de AIFMD vergunning.

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. Vanuit de tweede beheersingslijn 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 twee compliance officers.

De compliance officers van a.s.r. real estate zijn 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 officers stellen de business kwartaalrapportages op.

De compliance officers zijn 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, ook een formele rapportageverplichting aan de voorzitter van de Audit- en risicocommissie 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;
- Met betrekking tot interne compliance aangelegenheden bij veiligheidszaken treedt de compliance manager die leiding geeft aan compliance op als de compliance officer van a.s.r. Hierbij heeft deze een rechtstreekse rapportageplicht aan de voorzitter van de raad van bestuur met een escalatiemogelijkheid naar de audit & risicocommissie.

Interne Audit

Audit a.s.r. is de interne accountantsdienst van a.s.r. 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.

Audit a.s.r. doet gevraagd en ongevraagd aanbevelingen ter verbetering van de besturing van de organisatie en van processen. 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. 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"> 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 NRVt en onafhankelijke taxateurs, diversificatie van de portefeuille en koppeling van de huurcontracten aan de CPI. 	<ul style="list-style-type: none"> De impact op de portefeuille als gevolg van COVID-19 bedroeg: <ul style="list-style-type: none"> - Direct vastgoed €1,3 mln; - Indirect niet beursgenoteerd vastgoed €5,0 miljoen; - Beursgenoteerd vastgoed €56,2 miljoen. Het ongerealiseerde valutaresultaat als gevolg van COVID-19 bedroeg €0,8 miljoen. In lijn met de marktontwikkelingen als gevolg van de uitbraak van COVID-19 werd op zowel beursgenoteerd als niet-beursgenoteerd vastgoed een negatief resultaat behaald.
Debiteurenrisico	<ul style="list-style-type: none"> 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. Waarborgen van de goede staat van het vastgoed. 	<ul style="list-style-type: none"> Het debiteurenrisico is gerelateerd aan de bezettingsgraad van het vastgoed. Op 30 juni 2020 bedroeg de bezettingsgraad van de Direct Vastgoedportefeuille 100% en is daarmee gelijk gebleven in vergelijking tot 31 december 2019 (100%). De voorziening dubieuze debiteuren is tussen 31 december 2019 en 30 juni 2020 gestegen naar €78 duizend (31 december 2019: €0)

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
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 beursgenoteerde 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 per 30 juni 2020 12,0% GBP, 14,6% in SKR en 8,9% in CHF. De exposure naar GBP en CHF nam daarmee iets af en naar SKR nam iets toe ten opzichte van 31 december 2019. Het valutaresultaat per 30 juni 2020 bedroeg €1,38 miljoen negatief (31 december 2019: €438 duizend negatief).
Rente risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds wordt voornamelijk met eigen vermogen gefinancierd. Het renterisico wordt niet gehedged. Het Fonds heeft alleen een rekeningcourant faciliteit van €12,5 miljoen. Per ultimo 2019 is geen gebruik gemaakt van deze faciliteit. 	<ul style="list-style-type: none"> Voortdurend toetsen van renterisico en LTV. 	<ul style="list-style-type: none"> Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het vermogen is het renterisico op vreemd vermogen beperkt.
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 2019 en 30 juni 2020 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.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Strategierisico's			
Strategierisico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. Het Fonds streeft er naar om, conform het meest recente beleggingsbeleidsplan, 35% - 100% van alle activa te beleggen in Europees beursgenoteerd vastgoed. Het niet-beursgenoteerde vastgoed zal volledig worden afgebouwd. Binnen de beursgenoteerde vastgoed portefeuille hanteert het Fonds een norm om 75% te beleggen in 'continentaal' Europa en het restant in het Verenigd Koninkrijk. 	<ul style="list-style-type: none"> Het risico wordt gemitigeerd door een vergelijking te maken met de benchmark. Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> Per 30 juni 2020 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 51% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed 47% en de overige categorie respectievelijk 2% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2019 43% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 56% en het restant 1% 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.
Operationele risico's			
Operationeel risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds staat bloot aan 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 2019 en 30 juni 2020 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 hocinspecties. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2019 en 30 juni 2020 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
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 2019 en 30 juni 2020 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Portefeuilleontwikkeling

Portefeuilleontwikkeling: algemeen

Doordat het fonds in transitie is, wordt de beleggingscategorie niet beursgenoteerd vastgoed, zowel het directe vastgoed als de fondsen, steeds kleiner. Hierdoor neemt de vergelijkbaarheid van deze categorieën af, doordat de samenstelling tussen de vergelijkbare periodes significant kan verschillen. De beleggingen van het Fonds bestonden 30 juni 2020 uit 51% niet-beursgenoteerd vastgoed, 47% beursgenoteerd vastgoed en 2% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

Waarde en verdeling van de beleggingen				
	30-06-2020		31-12-2019	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	175.601	51%	181.384	43%
Beursgenoteerd vastgoed	161.339	47%	236.505	56%
Overige activa	7.148	2%	6.946	1%
Totaal	344.089	100%	424.835	100%

De totale activa van het Fonds daalden in 2020 met €80,7 miljoen tot €344,1 miljoen.

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed daalden met €5,8 miljoen tot €175,6 miljoen door per saldo een negatief waarderingsresultaat van €6,2 miljoen en €0,5 miljoen aan investeringen voor objecten aan de Lijnbaan in Rotterdam.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €75,1 miljoen tot €161,3 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo door een negatief waarderingsresultaat van €54,2 miljoen, verkopen van vastgoedaandelen van €42,3 miljoen en aankopen van vastgoedaandelen van €21,3 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 30 juni 2020 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

Fonds verdeeld naar activa per 30-06-2020



Het Fonds heeft in het eerste halfjaar van 2020 twee grote uitgaande kasstroom gehad. Allereerst een inkoop eigen aandelen in maart voor €24,9 miljoen. Deze inkoop vond plaats om het handhaven van een voorwaarde horend bij een Fiscale beleggingsinstelling te kunnen waarborgen. Daarnaast heeft het Fonds een dividenuitkering gedaan in juli van €9,9 miljoen (exclusief dividendbelasting).

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 DPRF en het ASR DMOF. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2020 is te vinden in dit halfjaarbericht op pagina 63 (bijlage 1).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

Kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille			
		30-06-2020	31-12-2019
WINKELS			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		8	8
Aantal huurcontracten		4	4
Netto verhuur oppervlak m ²		2.599	2.599
Contractuur / Markthuurl		79%	75%
Bezettingsgraad		100%	100%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)		80,1	84,6
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)		5,5	5,5
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)		31,2	31,7
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)		9,6	10,1

Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie					
		30-06-2020		31-12-2019	
Direct vastgoed	64.276	37%	65.065	28%	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	111.325	63%	116.319	72%	
Totaal	175.601	100%	181.384	100%	

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in 2020 af met €5,8 miljoen tot €175,6 miljoen, per saldo door negatief herwaarderingsresultaat van €6,3 miljoen en investeringen €0,5 miljoen.

Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

Onroerend goed in exploitatie			
		30-06-2020	31-12-2019
Stand begin boekjaar		65.065	68.164
Investeringen		520	1.873
Verhuurkortingen		-17	253
Waarderingsresultaten		-1.292	-5.225
Totaal		64.276	65.065

Het gehele directe vastgoed bestaat per 30 juni 2020 uit winkels (Lijnbaan). In 2020 heeft de Lijnbaan een negatief herwaarderingsresultaat van €1,3 miljoen behaald. Dit werd met name veroorzaakt door een stijging van de yield veroorzaakt door de uitbraak van COVID-19.

Huurders direct vastgoed

Een direct gevolg van de strategie van het Fonds om de directe vastgoedbeleggingen af te bouwen is het geringe aantal huurcontracten en huurders. Hoewel het specifiek risico binnen direct vastgoed redelijk hoog is, is op portefeuilleniveau dit specifiek risico gedaald door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een grotere spreiding aan huurders. De grootste huurder zijn nu A.S. Watson Property (28%) en Bestseller Wholesale Benelux B.V. (28%).

Dit is exclusief de panden die in herpositionering zijn.

Huurders direct vastgoed

	Percentage
A.S. Watson Property	28%
Bestseller Wholesale Benelux B.V.	28%
Cracks Monobrand B.V.	22%
Esprit Europe B.V.	22%
Totaal	100%

Afloop huurcontracten op basis van jaarhuren per 30-06-2020

In het eerste halfjaar van 2020 hebben zich geen wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand. De gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten is afgenomen tot 1,6 jaar (2019: 2,8 jaar).

De objecten die in herpositionering zijn worden niet meegenomen in de financiële leegstand. Daardoor is de bezettingsgraad van de portefeuille per 30 juni 2020 100% (31 december 2019: 100%).

De verhouding markthuur/contractuur van de verhuurde units is gestegen naar 79% (75% op 31 december 2019) veroorzaakt door een daling van de markthuren in het eerste halfjaar van 2020.

Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 30 juni 2020 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten

	30-06-2020	31-12-2019
Korter dan 1 jaar	1.087	1.090
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	1.459	1.913
Langer dan 5 jaar	755	880
Totaal	3.301	3.883

Investerings

Het Fonds heeft in mei 2016 een Turn Key Overeenkomst ('TKO') afgesloten waarbij de intentie aanwezig is om vijf winkelobjecten in Rotterdam ("Lijnbaan") te laten herpositioneren door een externe partij. De vijf objecten vallen binnen een gebiedsontwikkeling waarbij meerdere vastgoedeigenaren een samenwerkingsverband zijn aangegaan. Het Fonds heeft in het eerste halfjaar van 2020 €0,5 miljoen geïnvesteerd en verwacht in het tweede halfjaar van 2020 nog €3,0 miljoen te investeren in deze herpositionering en daarnaast nog €1 miljoen als gevolg van de verlening van het huurcontract van Esprit.

Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

Deelnemingen in vastgoedfondsen		
	30-06-2020	31-12-2019
Stand begin boekjaar	116.319	174.371
Verkopen	0	-62.036
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	88
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-4.994	3.896
Totaal	111.325	116.319

De beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF, €80,1 miljoen en het ASR DMOF, €31,2 miljoen. De daling van de vastgoedfondsen t.o.v. 2019 wordt veroorzaakt door negatief waarderingsresultaat; veroorzaakt door de uitbaak van COVID-19.

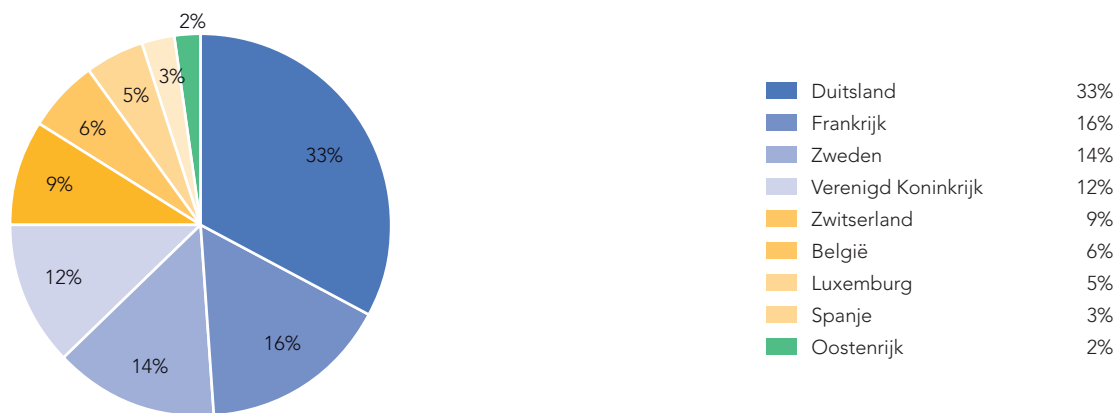
Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden per 30 juni 2020 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in het eerste halfjaar van 2020 af met €75,6 miljoen tot €161,3 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo €54,2 miljoen negatief waarderingsresultaat, verkopen van €42,3 en aankopen van €21,3 miljoen. Zie bijlage 2 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille (pagina 64).

Beleggingen in beursgenoteerd vastgoed		
	30-06-2020	31-12-2019
Stand begin boekjaar	236.505	183.437
Aankopen	21.297	26.225
Verkopen	-42.261	-18.595
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	2.780	1.608
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	-56.982	43.830
Totaal	161.339	236.505

De beleggingen in vastgoedaandelen hadden per 30 juni 2020 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Geografische spreiding vastgoedaandelen per 30-06-2020



De tien grootste posities vertegenwoordigden 57% van de totale waarde van de beleggingen in vastgoedaandelen en bestond uit:

Beleggingen vastgoedaandelen per 30-06-2020



Resultaatontwikkeling

Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over het eerste jaar van 2020 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaten over het eerste halfjaar 2020

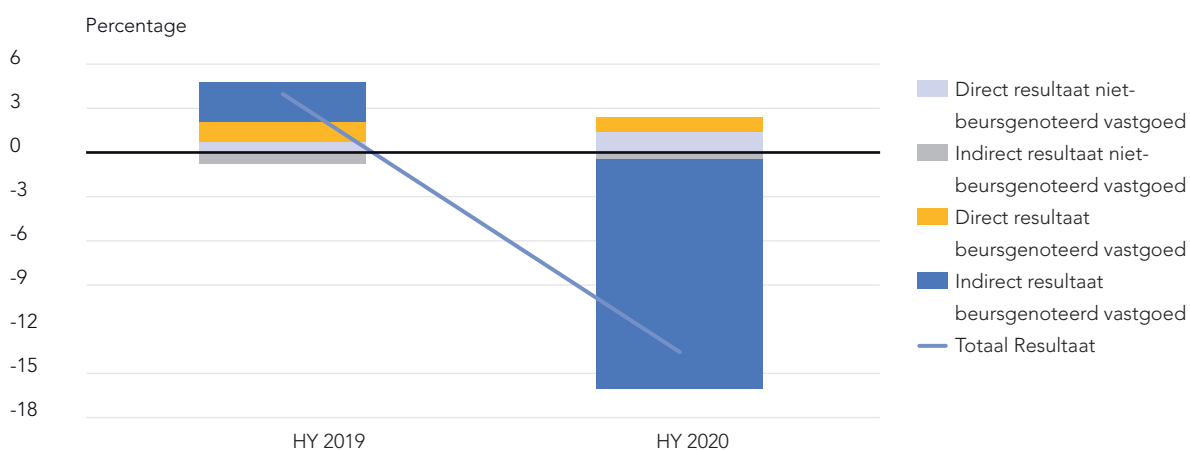
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Totaal operationeel inkomen	6.519	8.940
Totaal operationeel uitgaven	-1.226	-1.311
Operationeel resultaat	5.293	7.631
Gerealiseerde waarderingsresultaten	2.780	1.015
Financieringsresultaat	339	-72
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	8.412	8.572
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	-63.268	7.018
Resultaat na belastingen	-54.856	15.590

Het resultaat na belastingen daalde in het eerste halfjaar van 2020 ten opzichte van het eerste halfjaar van 2019. Dit was met name het gevolg van ongerealiseerd resultaat op beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Het Fonds behaalde een negatief totaal rendement van 16,0% in het eerste halfjaar van 2020 (2019: 13,4%). Het negatief fondsrendement werd hoofdzakelijk veroorzaakt door het negatieve indirecte resultaat van 18,4% (2019: 10,6%) en deels gecompenseerd door positief direct resultaat van 2,5% (2019: 3,3%). De waardeveranderingen van de beleggingen waren per saldo €63,3 miljoen negatief. De directe fondskosten bedroegen 0,4% van het vermogen in het eerste halfjaar van 2020 (2019: 0,5%).

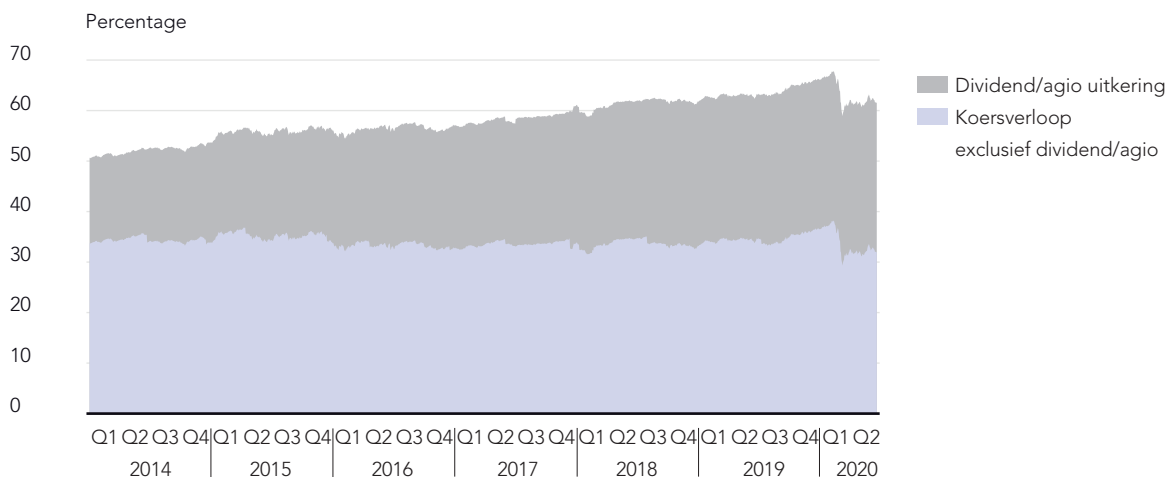
Onderstaande figuur geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds gedurende het eerste halfjaar van 2019 en 2020. Daarnaast geeft de verbindingslijn het totale resultaat weer.

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



De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 30 juni 2020 €32,46 (31 december 2019: €36,91). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2020 een negatief resultaat per aandeel van €4,65 (2019: €1,29). De koers van het Fonds daalde in het eerste halfjaar van 2020 met €4,45. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2014 ziet er als volgt uit:

Koersontwikkeling 2014 t/m 2020-06 (x 1€)



Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het niet-beursgenoteerd vastgoed over het eerste halfjaar van 2020 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Bruto huuropbrengsten	546	572
Exploitatiekosten	-224	-136
Dividend vastgoedfondsen	2.227	2.688
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-6.286	-3.303
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	88
Overige baten & lasten	3	-2
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed	-3.734	-93

De bruto huuropbrengsten zijn in lijn met 2019. Exploitatiekosten vallen hoger uit en ontvangen dividenden zijn lager ten opzichte van het eerste jaar van 2019.

De daling van het dividend vastgoedfondsen wordt veroorzaakt door het lagere dividend van ASR DPRF over het tweede kwartaal als het gevolg van de COVID-19 uitbraak.

De daling van het ongerealiseerd waarderingsresultaat is opgebouwd uit de negatieve herwaardering van Lijnbaan (€1,3 miljoen) (uitgelicht op pagina 33), negatieve herwaardering van het ASR DPRF (€4,4 miljoen) en een negatieve herwaardering van het ASR DMOF (€0,6 miljoen).

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment				
	6 maanden t/m 30-06-2020		6 maanden t/m 30-06-2019	
Kantoren				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	-563	-1,8%	1.525	5,3%
Subtotaal	-563	-1,8%	1.525	5,3%
Winkels				
Direct vastgoed	-1.292	-2,0%	-5.371	-8,2%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	-4.431	-5,3%	544	0,6%
Subtotaal	5.723	-2,8%	-4.827	-3,2%
Woningen				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	0	0,0%	88	0,4%
Subtotaal	0	0,0%	88	0,4%
Totaal	-6.286	-3,5%	-3.215	-1,9%

Kantorenportefeuille

De belegging in het ASR DMOF liet in het eerste halfjaar van 2020 een negatief waarderingsresultaat zien van 1,8% als gevolg van de COVID-19 uitbraak.

Winkelportefeuille

Voor de directe vastgoedportefeuille was het waarderingsresultaat in het eerste halfjaar van 2020 negatief. Het negatieve waarderingsresultaat werd veroorzaakt door de enige directe vastgoedbelegging van het Fonds (Lijnbaan Rotterdam).

De belegging in het ASR DPRF heeft in 2020 een negatief waarderingsresultaat laten zien van 5,3% als gevolg van de COVID-19 uitbraak.

Woningportefeuille

In 2020 bevat de portefeuille geen woningen meer. De belegging in CBRE DRES is geheel verkocht in januari 2019 met een verkoopresultaat van €88 duizend. Wel is er middels de investeringen binnen beursgenoteerd vastgoed een exposure naar woningen.

Resultaatontwikkeling: direct vastgoed

Het totaal resultaat op direct vastgoed is 2,0% veroorzaakt door negatieve herwaardering door de uitbraak van COVID-19.

Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €0,5 miljoen en daarmee 0,8% van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2020 ten opzichte van respectievelijk €0,6 miljoen en 0,9% in het eerste halfjaar van 2019. De daling van de bruto huuropbrengsten wordt veroorzaakt door uitgestelde betalingen van huurders als gevolg van COVID-19.

Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over 2019 bedroegen €0,2 miljoen in 2019 en waren hiermee hoger dan de eerste helft van 2019 (€0,6 miljoen).

Waarderingsresultaat (direct vastgoed)

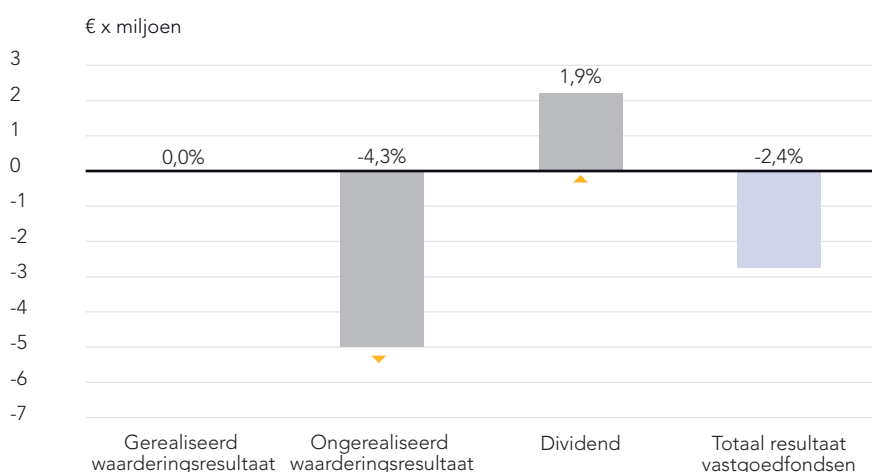
Waarderingsresultaat direct vastgoed		6 maanden t/m 30-06-2020		6 maanden t/m 30-06-2019	
(bedragen x € 1.000)					
Direct vastgoed					
Winkels		-1.292	-2,0%	-5.372	-8,2%
Totaal		-1.292	-2,0%	-5.372	-8,2%

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed voor het eerste halfjaar van 2020 is €1,3 miljoen negatief (eerste halfjaar 2019: €5,4 miljoen negatief). De taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (2,0% negatief) is minder negatief opzichte van het eerste halfjaar van 2019 (8,2% negatief).

Resultaatontwikkeling: vastgoedfondsen

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

Vastgoedfondsen, opbouw resultaat eerste halfjaar 2020 (in bedragen en procenten van de waarde)



Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

Waarderingsresultaat vastgoedfondsen		6 maanden t/m 30-06-2020		6 maanden t/m 30-06-2019	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen					
Winkels		-4.431	-5,3%	544	0,6%
Kantoren		-563	-1,8%	1.525	5,3%
Woningen		0	0,0%	88	0,4%
Totaal		-4.994	-4,3%	2.157	1,6%

Het waarderingsresultaat van de twee vastgoedfondsen waar het Fonds in belegt hebben een negatief resultaat laten zien in 2020 van €5,0 miljoen (eerste halfjaar 2020: €2,2 miljoen positief). Het gerealiseerde resultaat van €88 duizend gedurende het eerste halfjaar van 2019 betreft de verkoop van de deelneming in CBRE DRES.

Dividend (vastgoedfondsen)

Het ontvangen dividend bedroeg €2,2 miljoen en bedraagt daarmee 1,9% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen per kwartaal in vastgoedfondsen in het eerste halfjaar van 2020 (eerste halfjaar 2019: 2,2%). Voor het ASR DPRF en het ASR DMOF bedroeg respectievelijk het ontvangen dividend €1,6 miljoen (2,0%) en €0,6 miljoen (2,0%). Het lagere dividend wordt veroorzaakt door ASR DPRF als gevolg van de COVID-19 uitbraak, waardoor er hogere debiteuren voorzieningen zijn getroffen.

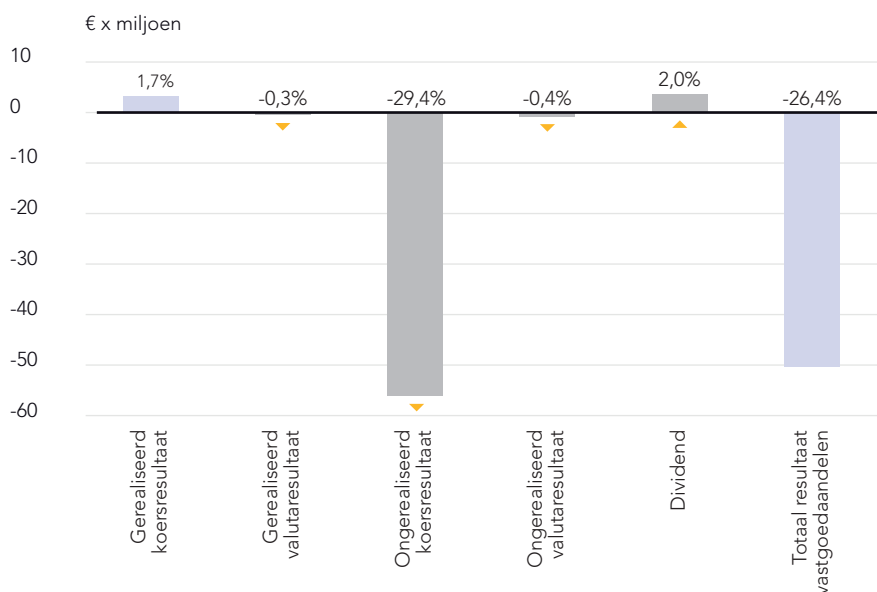
Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het beursgenoteerd vastgoed over het eerste halfjaar van 2020 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat beursgenoteerd vastgoed		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Gerealiseerd koersresultaat	3.357	1.043
Gerealiseerd valutaresultaat	-577	-116
Ongerealiseerd koersresultaat	-56.183	10.651
Ongerealiseerd valutaresultaat	-799	-322
Dividend	3.744	5.682
Overige koers- en valutaresultaten	-1	-9
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	-50.459	16.929

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

Beursgenoteerd vastgoed, opbouw resultaat eerste halfjaar 2020 (in bedragen en procenten van de waarde)



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2020 bedroeg €52,8 miljoen negatief (27,7%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €3,4 miljoen positief (1,7%). Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg €56,2 miljoen negatief (-29,4%).

Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon en Zwitserse frank was €1,4 miljoen negatief (0,7%). Hiervan is €0,6 miljoen negatief (-0,3%) gerealiseerd en €0,8 miljoen negatief (-0,4%) ongerealiseerd.

Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €3,7 miljoen (2,0%) is gedaald ten opzichte van het eerste halfjaar van 2019 (respectievelijk €5,7 miljoen en 2,8%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

Analyse relatieve performance van het Fonds¹⁾

Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de MSCI Nederland vastgoedindex. In het kader van de veranderde niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en het nieuwe beleid wordt de sector samenstelling van de benchmark wordt aangepast op de actuele portefeuilleverdeling. Per 30 juni 2020 bestaat de portefeuilleverdeling voor 82,3% uit winkels en voor 17,7% uit kantoren.

Om tot de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te komen, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF en ASR DMOF), voegt het Fonds de resultaten van de vastgoedfondsen samen met de resultaten van de directe portefeuille zoals MSCI deze weergeeft. Gedurende het eerste halfjaar van 2020 heeft het Fonds heeft volgens deze methodiek met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een outperformance behaald van 2,3% ten opzichte van de MSCI Nederland vastgoedindex. De portefeuille heeft een rendement behaald van -1,7% (exclusief fondskosten) met een direct rendement van 1,5% en een indirect rendement van -3,1%. De MSCI vastgoedindex behaalde een rendement van -4,0%, met een direct rendement van 2,5% en een indirect rendement van -6,4%.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille beter dan de benchmark (-2,5% versus -5,2%), dit werd met name veroorzaakt door een minder negatief indirect rendement van het Fonds (-3,7% versus -7,7%) als gevolg van het rendement op zowel de investering in ASR DPRF als in de Lijnbaan. Dit komt enerzijds doordat de kwaliteit van de niet-beursgenoteerde portefeuille en de focus op voornamelijk high street retail in de G4 en convenience retail en anderzijds doordat bepaalde investeringen in de Lijnbaan in Q1 2020 pas in de taxatie zijn verwerkt waardoor een positieve herwaardering plaats heeft gevonden. De kantorenportefeuille presteerde minder (1,5% versus 1,7%) dan de benchmark, waarbij het direct rendement (2,5% versus 1,8%) beter was dan de benchmark.

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 over de eerste 6 maanden van 2020 1,6% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van -20,0% (berekening op basis van beginstand 1-1-2020), terwijl de benchmark uitkwam op -21,6%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking) en cash posities. Met name de onderweging in pan-Europese winkelfondsen en overweging in pan-Europese woningfondsen en enkele Pan-Europese mixfondsen droegen positief bij aan de behaalde outperformance.

Utrecht, 30 september 2020

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE

De heer drs. M.R. Lavooi

1) De methodiek van MSCI Nederland wijkt af van boekhoudkundige resultaten. De resultaten zoals door MSCI gepresenteerd sluiten derhalve niet aan bij de resultaten zoals gemeld in dit halfjaarbericht, maar geven wel een zuivere vergelijking ten opzichte van de MSCI Vastgoedindex. Het Fonds neemt deel aan de 'kwartaalindex' van. 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 halfjaarbericht, maar geven wel een zuivere vergelijking.

Financiële resultaten eerste halfjaar 2020

Balans

Voor resultaatbestemming (bedragen x € 1.000)

Balans			
	Toelichting	30-06-2020	31-12-2019
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	64.276	65.065
- Vastgoedfondsen	1.1	111.325	116.319
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	161.339	236.505
		336.940	417.889
Vorderingen en overlopende posten			
Debiteuren	2.1	210	0
Vorderingen en overlopende activa	2.3	1.461	1.576
Belastingvorderingen	2.4	1.107	581
		2.778	2.157
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	4.371	4.789
		4.371	4.789
TOTAAL ACTIVA		344.089	424.835
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	10.630	11.450
Agioreserve	4	431.118	456.595
Herwaarderingsreserve	4	25.977	27.285
Overige reserve	4	-69.534	-128.037
Onverdeeld resultaat	4	-54.856	55.764
		343.335	423.057
Kortlopende schulden			
Crediteuren	5.1	-27	-215
Overige schulden	5.2	696	1.955
Overlopende passiva	5.3	85	38
		754	1.778
TOTAAL PASSIVA		344.089	424.835

Winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000)

Winst- en verliesrekening			6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
	Toelichting			
OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN				
Direct vastgoed				
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6		546	572
Beursgenoteerde vastgoedaandelen				
Dividend vastgoedfondsen	7		2.227	2.688
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8		3.744	5.682
Interestbaten	9		352	0
Overige baten & lasten			3	-2
TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN			6.872	8.940
WAARDERINGSRESULTATEN				
Gerealiseerde waardeveranderingen				
Gerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.1		0	88
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		3.357	1.043
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		-577	-116
			2.780	1.015
Ongerealiseerde waardeveranderingen				
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2		-1.292	-5.372
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2		-4.994	2.069
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		-56.183	10.651
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		-799	-322
			-63.268	7.026
Overige koers- en valutaresultaten			-1	-9
TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN			-60.489	8.032
TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT			-53.617	16.972
KOSTEN				
Exploitatiekosten	11.1		-224	-136
Beheerkosten	11.2		-710	-883
Administratie kosten	11.3		-144	-142
Interestlasten	11.4		-13	-72
Overige kosten	11.5		-148	-149
TOTAAL KOSTEN			-1.239	-1.382
OPERATIONEEL RESULTAAT			-54.856	15.590
Belastingen			0	0
TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN			-54.856	15.590

Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	30-06-2020	31-12-2019
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat		-54.856	55.771
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-2.780	-1.696
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	63.267	-42.501
Verhuurkortingen	1.1	17	-253
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-519	-1.873
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-21.297	-26.225
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	0	62.037
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	42.261	18.595
Mutatie kortlopende vorderingen	2	-621	2.787
Mutatie kortlopende schulden	5	-1.024	-9.378
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		24.448	57.264
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgekeerd dividend	4	0	-11.682
Inkoop eigen aandelen	4	-24.866	-66.498
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	4	0	0
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		-24.866	-78.180
Netto kasstroom		-418	-20.916
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		0	-7
Mutatie liquide middelen		-418	-20.923
Liquide middelen vorig boekjaar		4.789	25.712
Mutatie liquide middelen		-418	-20.923
Saldo liquide middelen		4.371	4.789

Toelichting

Toelichting op de balans

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

1. Vastgoed beleggingen

1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

Direct vastgoed		
	30-06-2020	31-12-2019
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	65.065	68.164
Investerings	520	1.873
Verhuurkortingen	-17	253
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-1.292	-5.225
Totaal	64.276	65.065

De direct vastgoed portefeuille bestaat uit het vastgoedproject de Lijnbaan in Rotterdam. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen is te vinden in dit halfjaarbericht in bijlage 2 (pagina 64).

Vastgoedfondsen		
	30-06-2020	31-12-2019
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	116.319	174.371
Verkopen	0	-62.036
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	88
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-4.994	3.896
Totaal	111.325	116.319

Het belang in vastgoed fondsen bestaat uit het ASR DPRF en ASR DMOF. Het belang in CBRE DRES is verkocht begin januari 2019.

1.2 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed		
	30-06-2020	31-12-2019
Stand begin boekjaar	236.505	183.437
Aankopen	21.297	26.225
Verkopen	-42.261	-18.595
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	2.780	1.608
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	-56.982	43.830
Totaal	161.339	236.505

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in het eerste halfjaar van 2020 was 3,97 (2019: 9,81). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 3,97 betekent dat in 1 jaar 3,97% 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	30-06-2020	31-12-2019
Direct vastgoed	Externe taxaties	64.276	65.065
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde (externe taxaties)	111.325	116.319
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	161.339	236.505

2. Vorderingen en overlopende posten

2.1 Debiteuren

Debiteuren		
	30-06-2020	31-12-2019
Debiteuren	288	0
Voorziening dubieuze debiteuren	-78	0
Totaal	210	0

De debiteuren voorziening is toegenomen ten opzichte van vorig jaar. Dit wordt veroorzaakt door huurachterstanden van met name AS Watson Property en Cracks Monobrand B.V.

2.2 Te vorderen servicekosten

Te vorderen servicekosten		
	30-06-2020	31-12-2019
Servicekosten	0	0
Voorziening servicekosten	0	0
Totaal	0	0

2.3 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
	30-06-2020	31-12-2019
Dividend vorderingen	1.071	1.473
Nog te ontvangen bedragen	375	103
Overige vorderingen	15	0
Totaal	1.461	1.576

De dividend vorderingen betreffen met name de nog te ontvangen dividenden over het tweede kwartaal voor het ASR DPRF en het ASR DMOF. De nog te ontvangen bedragen betreffen verkopen van participaties ten behoeve van de eindemaandsorder.

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

2.4 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	30-06-2020	31-12-2019
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.107	581
Totaal	1.107	581

3. Overige activa

3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	30-06-2020	31-12-2019
Banksaldi	4.371	4.789
Totaal	4.371	4.789

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds.

4. Eigen vermogen

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

Op 5 maart 2020 heeft er een inkoop eigen aandelen plaatsgevonden

Overzicht van mutaties in het eigen vermogen						
	Geplaatst aandelenkapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
Stand 1 januari 2019	13.400	517.182	32.257	-123.201	5.835	445.473
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	5.835	-5.835	0
Uitkering dividend	0	0	0	-11.682	0	-11.682
Uitkering agio	0	-60.587	0	0	0	-60.587
Inkoop eigen aandelen	-1.950	0	0	-3.961	0	-5.911
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-4.972	4.972	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	55.764	55.764
Stand 31 december 2019	11.450	456.595	27.285	-128.037	55.764	423.057
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	55.764	-55.764	0
Uitkering dividend	0	0	0	0	0	0
Uitkering agio	0	0	0	0	0	0
Inkoop eigen aandelen	-820	-25.477	0	1.431	0	-24.866
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-1.308	1.308	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	-54.856	-54.856
Stand 30 juni 2020	10.630	431.118	25.977	-69.534	-54.856	343.335

De beleggingen in ASR DPRF en ASR DMOF worden in 2020 verkocht en zijn niet opgenomen in de herwaarderingsreserve.

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	3.541	7.909	11.450
Aandelen transacties	-631	-189	-820
Totaal	2.910	7.720	10.630

Intrinsieke waarde

	30-06-2020	31-12-2019	31-12-2017
Intrinsieke waarde van het fonds	343.335	423.057	445.473
Uitstaande certificaten	10.630	11.450	13.400
Intrinsieke waarde per certificaat	32,30	36,95	33,24

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

5. Kortlopende schulden

5.1 Crediteuren

Crediteuren

	30-06-2020	31-12-2019
Crediteuren	-27	-215
Totaal	-27	-215

Crediteuren bevat een creditnota (€27 duizend) waardoor de positie negatief uitkomt.

5.2 Overige schulden

Overige schulden

	30-06-2020	31-12-2019
Nog te betalen beheervergoeding	316	406
Nog te betalen accountantskosten	43	87
Nog te betalen administratievergoeding	103	0
Nog te betalen belastingen	35	219
Nog te betalen aan participanten	0	1.051
Overige kortlopende schulden	201	199
Totaal	696	1.955

5.3 Overlopende passiva

Overlopende passiva

	30-06-2020	31-12-2019
Vooruitontvangen huur	85	38
Totaal	85	38

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 herpositionering van objecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen, waarvan ca. €13,4 miljoen tot 30 juni 2020 is uitgegeven. Er resteert nog €3,0 miljoen welke in het tweede halfjaar wordt betaald en nog €1 miljoen aan investeringen voor de verlenging van het huurcontract van Esprit.

Het Fonds heeft in 2010 voor de reeds verkochte gebouwen Java en Borneo in Den Haag een bankgarantie afgegeven aan Westinvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH voor toekomstige huurinkomsten ter hoogte van €0,3 miljoen. De garantie wordt ieder kwartaal verlaagd en heeft een looptijd tot 30 november 2021, 30 juni 2020 bedraagt de garantie ca. €0,1 miljoen.

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 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Theoretische huuropbrengsten	573	610
Leegstand	0	0
Verhuurkortingen	-27	-38
Bruto huuropbrengsten	546	572

6.4 Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 30 juni 2020 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	2020	2019
Korter dan 1 jaar	1.087	1.090
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	1.459	1.913
Langer dan 5 jaar	755	880
Totaal	3.301	3.883

7. Dividend vastgoedfondsen

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

8. Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

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

9. Interestbaten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.

10. Waarderingsresultaten

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

10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	0	88
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	0	88
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	3.357	1.043
Koersresultaat negatief	0	0
Totaal koersresultaat	3.357	1.043
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-577	-116
Totaal valutare resultaat	-577	-116
Totaal gerealiseerde waardeveranderingen	2.780	1.015

10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	125	190
Direct vastgoed negatief	-1.417	-5.562
Totaal direct vastgoed	-1.292	-5.372
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	187	2.069
Vastgoedfondsen negatief	-5.181	0
Totaal vastgoedfondsen	-4.994	2.069
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	0	10.651
Koersresultaat negatief	-56.183	0
Totaal koersresultaat	-56.183	10.651
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-799	-322
Totaal valutare resultaat	-799	-322
Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen	-63.268	7.026

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 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Onderhoudskosten	13	21
Vaste lasten	54	73
Leegstand servicekosten	2	-28
Taxatiekosten	7	13
Overige exploitatiekosten	60	57
Voorziening dubieuze debiteuren	78	0
Advieskosten	10	0
Totaal	224	136

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

De stijging van de exploitatiekosten wordt voornamelijk veroorzaakt door het opnemen van een voorziening voor dubieuze debiteuren.

11.2 Beheerkosten

Beheerkosten		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	703	876
Bewaarloon Custodian	7	7
Totaal	710	883

Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Real Estate B.V., ontving in 2020 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 Administratie kosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €203 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor het direct vastgoed;
- €65 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de vastgoedaandelen;
- €18 duizend voor de raad van advies.

11.4 Interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor aangehouden rekening courant krediet

11.5 Overige kosten

Overige kosten		
	6 maanden t/m 30-06-2020	6 maanden t/m 30-06-2019
Accountantskosten	71	58
Overige kosten	77	91
Totaal	148	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.

Overige kosten

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

Werknemers

Het Fonds heeft in het eerste halfjaar van 2020 geen personeel in dienst (2019: 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 in Nederland

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 2020 is €176 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2019: €181 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo juni 2020 is te vinden in dit halfjaarbericht in bijlage 1 (pagina 63).

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.

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

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

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

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-beursgenoteerde vastgoedfondsen. De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille wordt gespreid middels het ASR DPRF en het ASR DMOF.

Hiermee tracht het Fonds spreiding te realiseren binnen de niet-beursgenoteerde indirecte vastgoedportefeuille. De portefeuille beperkt zich hiermee tot de Nederlandse vastgoedmarkt. Als gevolg van de perikelen omtrent COVID-19 is het indirect niet-beursgenoteerde vastgoed in de eerste zes maanden van 2020 gedaald met €4,9 mln.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-8.067	8.067
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-16.134	16.134

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 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. Marktrisico kan niet gemitigeerd worden en wordt binnen het fonds geaccepteerd. Op 30 juni 2020 bedroeg het aandeel in beursgenoteerd vastgoed €161 miljoen terwijl per 31 december 2019 €237 miljoen belegd was in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-8.780	8.780
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-17.560	17.560

Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die de impact van het marktrisico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen zowel naar vastgoedsector als naar Europese regio gespreid. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2020 is te vinden in dit halfjaarbericht in bijlage 2 (pagina 64).

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

Debiteurenrisico direct vastgoed

Debiteurenrisico heeft betrekking op het risico dat een huurder niet langer aan haar verplichtingen kan voldoen. Daarmee is het direct gelieerd aan de kredietwaardigheid van de betreffende tegenpartij. Binnen het Fonds wordt een inschatting gemaakt van de betalingscapaciteit van tegenpartijen. Een toename van het debiteurenrisico van 10% heeft een inkomensdaling van €0,3 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

	30-06-2020	31-12-2019
Verstekte leningen en overige vorderingen	2,403	2,157

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)	30-06-2020	31-12-2019
0 - 30 dagen	142	0
31 - 60 dagen	61	0
61 - 180 dagen	85	0
181 - 365 dagen	0	0
> 365 dagen	0	0
	288	0
Voorziening dubieuze debiteuren	78	0
Debiteurensaldo	210	372

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 2019 en 30 juni 2020 is de bezettingsgraad binnen de directe vastgoedportefeuille uitgekomen op 100% omdat de units in herpositionering niet worden meegenomen voor de financiële leegstand. De gevoeligheidsanalyse ten aanzien van het leegstandsrisico toont aan dat een mutatie van 10% in het leegstandsrisico een impact van €0,3 miljoen tot gevolg heeft.

Valutarisico

De waarde van beleggingen in vreemde valuta worden beïnvloed door valutakoersen. 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 2020 was €57 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden, zijnde het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Per 31 december 2019 was €87 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 12,0% in GBP tegenover 14,6% in SKR en 8,9% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee af met 1,4% ten opzichten van 31 december 2019.

Renterisico

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

Het Fonds heeft geen externe financiering anders dan het rekening-courantkredietfaciliteit van maximaal €12,5 miljoen waarvan per 30 juni 2020 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. Omdat er op dit moment geen gebruik wordt gemaakt van de kredietfaciliteit is er geen renterisico op vreemd vermogen.

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 kasstromen. 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 drie dagen deze aandelen liquide maken. Tevens beschikt het Fonds over een rekening courantkrediet van €12,5 miljoen om tijdelijke liquiditeitsbehoeften op te vangen.

Tussen 31 december 2019 en 30 juni 2020 heeft het Fonds niet te kampen gehad met markt- liquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.

Strategie risico

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

Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. Het richt zich hierbij op de groei van haar Netto Vermogenswaarde op de lange termijn, waarbij het belang van de certificaathouders centraal staat (totaal rendement). Het Fonds streeft er momenteel naar, conform het beleggingsbeleidsplan, om 35% - 100% van alle activa te beleggen in Europees beursgenoteerd vastgoed. Het niet-beursgenoteerde vastgoed zal volledig worden afgebouwd.

Per 30 juni 2020 betrof de verdeling 82% in het segment winkels ten opzichte van 18% in 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 hebben 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 aandelselectie heeft bijgedragen aan de outperformance van het Fonds ten opzichte van de benchmark aan de hand van geleverde performancerapportages.

Strategie risico kan onder meer ontstaan wanneer een strategie te beperkt anticipeert op bedreigingen en kansen in de markt of wanneer er onvoldoende middelen ter beschikking zijn om de strategie effectief uit te voeren. Het Fonds mitigeert dit risico door elk jaar een driejarig beleidsplan op te stellen waarin de kansen en bedreigingen in de markt geanalyseerd worden en het beleid daarop kan worden aangepast. Als gevolg van de op pagina 5 geschreven 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 (pagina 42). 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 2020 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 51% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 47% respectievelijk 2% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2019 43% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 56% en het restant 1% betrof.

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

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

Operationele risico's

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

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

Bewaarnemingsrisico

Het Fonds heeft BNP Paribas Security Services S.C.A. benoemd tot custodian van de beleggingen. Zij is in het kader van deze functie belast met de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille van het Fonds. Het Fonds loopt het risico de in bewaring gegeven activa te verliezen als gevolg van nalatigheid van de custodian of frauduleuze handelingen van de custodian. Het risico omtrent het bewaarnemingsrisico wordt zoveel mogelijk gemitigeerd door middel van een driemaandelijks overleg met de custodian ten aanzien van de naleving van de bepalingen uit het contract. Tussen 31 december 2019 en 30 juni 2020 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 2019 en 30 juni 2020 hebben zich geen incidenten voorgedaan. De kwaliteit van de financiële rapportages wordt gewaarborgd door middel van periodieke interne en externe audits. Daarnaast liggen er procedures vast en zijn interne controles gewaarborgd.

Compliance risico's

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

Voor het beursgenoteerde vastgoed vindt toezicht op compliance regels plaats door AXA. Dit omdat verschillende buitenlandse beleggingen in deze portefeuille zijn opgenomen 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 Risicomanagementtraamwerk;
- **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. kent een 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.

Gebeurtenissen na balansdatum

In juli 2020 heeft het Fonds de jaarlijkse dividenduitkering 2019 aan haar Certificaathouders gedaan. Het uitgekeerde dividend bedroeg €11,6 miljoen (€ 1,09 per aandeel).

Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2020

Winkels direct vastgoed

Plaats	Straat
Rotterdam	Lijnbaan (8x)

Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen per 30 juni 2020

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang in het onderliggende fonds
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	80.150	5,5%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	0	9,6%
Nederland	CBRE Dutch Residential Fund	31.175	
		111.325	
Totaal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		111.325	

Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2020

Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2020			
Land	Naam aandeel	Marktwaarde (x € 1.000)	Belang
België	Cofinimmo	4.335	
	Warehouses de Pauw	5.905	
		10.240	6,35%
Duitsland	TAG Immobilien	3.800	
	Deutsche Euroshop	1.092	
	LEG Immobilien	12.543	
	Deutsche Wohnen	16.859	
	Vonovia SE	19.048	
	53.342	33,06%	
Frankrijk	Icade	4.030	
	Fonc.Des Regions	4.276	
	Gecina	6.564	
	Klepierre SA	3.779	
	Unibail-Rodamco	6.496	
	25.145	15,59%	
Oostenrijk	CA Immobilien Anlagen AG	3.024	
		3.024	1,87%
Spanje	Inmobiliaria Colonial	3.199	
	Merlin Properties	1.550	
		4.749	2,94%
Verenigd Koninkrijk	Lon & Stam Pty	975	
	Shaftesbury	685	
	Great Portland Estates plc	966	
	SEGRO plc	6.583	
	Cap Count Pty	628	
	Derwent London plc	1.649	
	Hammerson	146	
	British Land Co	1.590	
	Unite Group PLC	1.934	
	Land Securities Group plc	2.592	
	Tritax Big Box Reit PLC	1.595	
	19.343	11,99%	
Zweden	Samhallsbyggnads	2.957	
	Wallenstam	2.870	
	AB Hufvudstaten	1.837	
	Wihlborgs Fast	2.740	
	Fabege	3.809	
	Castellum	5.760	
	Fastighets Balder	3.651	
	23.624	14,64%	
Zwitserland	Mobimo Holding Namen	1.931	
	PSP Swiss Property	5.173	
	Swiss Prime Site	7.260	
	14.364	8,90%	
Luxemburg	Aroundtown	5.556	
	Grande City Properties	1.951	
	7.508	4,65%	
Totaal beleggingen vastgoedaandelen		161.339	100%

Colofon

© 2020

Tekst

a.s.r. real estate

Ontwerp

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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

www.asrrealestate.nl