

Halfjaarbericht 2019

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 2019

ASR Property Fund N.V.

Inhoudsopgave

Kerncijfers	2
<hr/>	
Halfjaarbericht	4
Risico's	18
Portefeuilleontwikkeling	27
Resultaatontwikkeling	32
<hr/>	
Financiële resultaten eerste halfjaar 2019	38
Balans	39
Winst- en verliesrekening	40
Kasstroomoverzicht	41
<hr/>	
Toelichting op de balans	42
Toelichting op de winst- en verliesrekening	48
Gebeurtenissen na balansdatum	57
<hr/>	
Bijlagen	58
Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed	58
Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed	59

Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2019	6 maanden t/m 30-6-2018
Fondsresultaat		
Direct resultaat	2,1%	2,6%
Indirect resultaat	1,9%	0,0%
Fondskosten	-0,3%	-0,3%
Totaal fondsresultaat	3,7%	2,3%
Rendement per aandeel		
Koersrendement	3,7%	2,3%
Totaal rendement per aandeel	3,7%	2,3%
Koersverloop (bedragen in €)		
Koers begin periode	33,24	34,19
Fondsresultaat	1,22	0,79
Koers einde periode	34,46	34,98

Resultaat per beleggingscategorie in procenten

	6 maanden t/m 30-6-2019	6 maanden t/m 30-6-2018
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	0,9%	2,7%
Exploitatiekosten	-0,2%	-0,4%
Indirect resultaat	-8,2%	-0,9%
Overige baten & lasten	0,0%	0,1%
Totaal direct vastgoed	-7,5%	1,5%
Vastgoedfondsen		
Dividend vastgoedfondsen	2,2%	2,3%
Indirect resultaat	1,8%	2,5%
Totaal vastgoedfondsen	4,0%	4,8%
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	0,0%	3,2%
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Dividend	2,8%	3,4%
Indirect resultaat	5,6%	-1,6%
Totaal beursgenoteerd vastgoed	8,4%	1,8%

Portefeuilleresultaat in bedragen

	30-6-2019	30-6-2018
Netto vermogenswaarde fonds	394.566	517.001
Niet-beursgenoteerd vastgoed	178.682	315.897
Beursgenoteerd vastgoed	200.719	185.141
Overige activa	17.273	19.411
Totaal activa fonds	396.674	520.449

Kernresultaten

	6 maanden t/m 30-6-2019	6 maanden t/m 30-6-2018
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	572	3.891
Exploitatiekosten	-136	-622
Dividend vastgoedfondsen	2.688	3.779
Direct resultaat	3.124	7.048
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-3.303	2.972
Gerealiseerd waarderingsresultaat	88	-62
Overige baten & lasten	-2	170
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	-93	10.128
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend vastgoedaandelen	5.682	6.312
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	11.256	-2.952
Overige koers- en valutaresultaten	-9	-19
Totaal beursgenoteerd vastgoed	16.929	3.341
Fondskosten		
Beheerkosten	-883	-1.066
Administratieve kosten	-133	-127
Overige kosten	-158	-141
Totaal fondskosten	-1.174	-1.334
Financieringsresultaat (netto)	-72	-235
Fondsresultaat na belastingen	15.590	11.900

Halfjaarbericht

De directie biedt hierbij haar halfjaarbericht aan voor het halfjaar dat geëindigd is op 30 juni 2019.

Algemeen

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

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

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

Terugblik en aandachtsgebieden 2019

Het Fonds behaalde over het eerste halfjaar van 2019 een fondsresultaat van 3,7% na fondskosten, waarvan 2,1% direct rendement bedroeg, het indirect rendement was 1,9% terwijl de fondskosten 0,3% bedroegen. Het resultaat van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille was nihil en de beursgenoteerde portefeuille behaalde een resultaat van 8,4%. Medio 2019 bestond het Fonds voor 45% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 51% uit beursgenoteerd vastgoed en 4% uit overige activa.

In maart 2019 is er voor ca. €66 miljoen aan eigen aandelen ingekocht om uitstroom van participanten te faciliteren. Om de inkoop eigen aandelen te financieren is, conform het beleggingsbeleid, een gedeelte van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille afgebouwd. Hiertoe is in januari het belang in CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES') verkocht voor €62 miljoen. Het eerste halfjaar van 2019 stond voornamelijk in het teken van de beoogde herstructurering van het Fonds per januari 2021.

Herstructurering: huidige status en te nemen stappen

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

Zoals vermeld en toegelicht in de jaarverslagen 2017 en 2018 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. Tot voor kort was het waarschijnlijk dat de FBI-status een jaar eerder verloren zou gaan (1 januari 2020). In het Regeerakkoord 2017 – 2021 werd namelijk aangekondigd dat per 1 januari 2020 het FBI-regime zou komen te vervallen voor FBI's die op dat moment belangen houden in direct vastgoed dan wel fiscaal transparante vastgoedfondsen. Echter, in oktober 2018 is de voorgenomen kabinetsmaatregel met betrekking tot FBI's alsnog geschrapt. Concreet betekent dit voor het Fonds dat het nog tot 1 januari 2021 heeft om de herstructurering te realiseren, alvorens het haar FBI-status zou verliezen.

Door deze ontwikkelingen stond het eerste halfjaar van 2019 voornamelijk in het teken van een tweetal hoofdthema's, namelijk het afnemende aandeelhoudersbestand en wijzigingen in wetgeving voor fiscale beleggingsinstellingen. Dit heeft als gevolg gehad dat er in 2018 een acute uitstroom van participanten plaatsvond en mogelijke instroom van kapitaal in het Fonds voor de toekomst onzeker is geworden.

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

In 2019 zullen concrete stappen worden genomen die het mogelijk moeten maken dat het Fonds 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, het aanpassen van de governance van het Fonds en het afbouwen de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. Een belangrijke voorwaarde voor de herstructurering is het volledig hebben afgebouwd van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille om voldoende liquiditeiten beschikbaar te hebben voor de uit tredende participanten en op het moment van omzetting geen grondslag voor de overdrachtsbelasting in het Fonds aanwezig te hebben.

In het beleggingsbeleidsplan over 2019 – 2021 is reeds voorschot genomen op de beoogde situatie vanaf januari 2021. Om de beoogde herstructurering optimaal te faciliteren, is in een directie overleg van het Fonds besloten tot wijziging van het beleggingsbeleid.

Het Fonds kan op basis van het gewijzigde beleggingsbeleid beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 0% - 65%) en beleggen in beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 35% - 100%). De strategie van de Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille zal in 2019 ongewijzigd blijven. Dit houdt in dat het Fonds ook in 2019 een beperkt valutarisico zal lopen door de exposure naar het Britse pond, Zwitserse frank en Zweedse kroon. Doordat het overgrote deel van de Europese beursgenoteerde vastgoedportefeuille bestaat uit Euro-beleggingen wordt het valutarisico momenteel niet afgedekt (zie pagina 26). Het fondsteam zal de strategie voor de beursgenoteerde vastgoedportefeuille gedurende 2019 herzien en hierover adviseren aan de directie en raad van advies van het Fonds.

Naast de directe vastgoedportefeuille zal in 2019 en 2020 de portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden afgebouwd. De verkoopopbrengst zal worden aangewend om uitstroom van het Fonds te faciliteren en het nieuwe beleggingsbeleid invulling te geven. Een eerste concrete stap van het nieuwe beleggingsbeleid is de verkoop van het belang in CBRE DRES. Het Fonds participeerde sinds april 2017 in CBRE DRES en realiseerde bij verkoop van haar belang in januari 2019 een totaal rendement van 29,5% (sinds toetreding). Momenteel vinden er gesprekken plaats met de beheerder van de overige niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen in portefeuille over de strategische wijzigingen van het Fonds.

Dit betreft de volgende fondsen:

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

Bij ASR DCRF geldt dat het Fonds in 2017 een overeenstemming heeft bereikt om, naar verwachting, in 2020 toe te treden voor maximaal €30 miljoen, bij oplevering van het object Coolsingel te Rotterdam aan ASR DCRF. Momenteel heeft het Fonds geen belang in ASR DCRF.

In het kader van het veranderde beleggingsbeleid en -portefeuille is onderzocht welke benchmarksamenstelling het meest past bij het Fonds. De huidige benchmarksamenstelling van het Fonds zal gedurende 2019 en 2020 (transitieperiode) steeds minder passen bij het beleggingsbeleid en -portefeuille. De huidige fondsbenchmark bestaat voor 65% uit een index van MSCI/IPD Nederland voor de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en een index afkomstig van EPRA voor de beursgenoteerde portefeuille. Gedurende de transitieperiode zal, conform aangepast beleggingsbeleid zoals toegelicht op pagina 6, de portefeuille en de hieruit voortkomende performance steeds verder afwijken van de huidige fondsbenchmark door de afbouw van het niet-beursgenoteerde segment. In december 2018 is er door de directie, als onderdeel van het beleggingsbeleidsplan, een nieuw voorstel voor de samenstelling van de benchmark goedgekeurd en heeft het een positief advies ontvangen van de raad van advies. De benchmarksamenstelling is per 1 januari 2019 doorgevoerd in de rapportages van het Fonds.

De nieuwe benchmarksamenstelling is net als de huidige opgebouwd uit twee delen. Voor het beursgenoteerde vastgoed zullen er in 2019 geen wijzigingen plaatsvinden. Voor het niet-beursgenoteerde vastgoed zal een nieuwe samenstelling van de benchmark worden gehanteerd die net als de huidige benchmark afkomstig is van MSCI/IPD Nederland. In de huidige benchmarksamenstelling voor niet-beursgenoteerd vastgoed is rekening gehouden met beoogde gewichten per sector conform het strategisch plan van het Fonds. In de nieuwe benchmarksamenstelling voor niet-beursgenoteerd vastgoed zullen de gewichten per sector maandelijks worden aangepast aan de hand van de actuele sectorgewichten van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille van het Fonds. Ondanks deze aanpassingen kan de portefeuilletransitie een negatieve invloed hebben op de relatieve performance van 2019, door de afbouw van het niet-beursgenoteerde segment. De aanpassing van de bovengenoemde benchmarksamenstelling is begin 2019 aan de polishouders van ASR Leven gecommuniceerd.

De raad van advies kwam in 2019 tweemaal bijeen, de directie kwam zesmaal bijeen. Onder andere de volgende onderwerpen werden behandeld tijdens de vergaderingen:

- Jaarverslag 2018;
- Herstructurering;
- Inkoop eigen aandelen;
- Verkoop CBRE Dutch Residential Fund;
- Performance Europees beursgenoteerd vastgoed;
- Review dienstverlening uitbestedingspartijen.

Strategie van het Fonds

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

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

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

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

Deze benchmark had in 2018 dezelfde strategische verdeling als de portefeuille (65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% beursgenoteerd vastgoed). In het kader van de veranderende niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en het nieuwe beleid wordt per 1 januari 2019 een nieuwe 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 bij ABN AMRO Bank N.V. Deze faciliteit maakt het mogelijk tijdelijke financieringsbehoefte op te vangen. Op 31 december 2018 heeft een aanpassing plaatsgevonden op het bestaande rekening courantkrediet bij ABN AMRO Bank N.V. De maximale omvang is verlaagd van €25 miljoen naar €12,5 miljoen. In de eerste helft van 2019 is geen gebruik gemaakt van de beschikbare rekening-courant 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. BNP Paribas Securities Services S.C.A. is aangesteld als AIF-Depositary van het Fonds en als custodian van de vastgoedaandelen. Zij is onder meer belast met de bewaking van de kasstromen alsmede de bewaring van de effecten in de beleggingsportefeuille van het Fonds.

Manager

a.s.r. real estate heeft veel ervaring in vastgoedvermogensbeheer en het aansturen van managers van vastgoedaandelen. a.s.r. real estate belegt namens opdrachtgevers actief in onder meer winkels, woningen, kantoren, 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. Om de beoogde herstructurering uiterlijk 2020 optimaal te faciliteren, moet het Fonds aan de volgende (financiële) restricties voldoen:

- Beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed (bandbreedte: 0% - 65%);
- Beleggen in Beursgenoteerde Vastgoedaandelen (bandbreedte: 35% - 100%).
- 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 2019 voldeed het Fonds aan deze restricties.

Bewaarder

Custodian

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om voor het Fonds voor beursgenoteerd vastgoed een bewaarder (Custodian) aan te stellen. Dit gebeurt op basis van een custody services agreement, 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 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 de volgende drie leden:

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

De Raad van Advies voldeed in het eerste halfjaar van 2019 aan het streefcijfer man/vrouw aangezien tenminste 30% van de natuurlijke personen man is en tenminste 30% vrouw. De directie bestaat uit twee mannen. Hiermee voldoet het Fonds niet aan het streefcijfer. Bij de eerstvolgende vacature in de directie zal rekening gehouden worden met het streefcijfer en gekeken worden welke persoon op dat moment het best bij de vereiste kwalificaties past.

Per 1 juli 2019 is mevrouw F.R.M. Rieter uit dienst getreden bij ASR Nederland N.V., derhalve is een positie in de Raad van Advies vrijgekomen. Met inachtneming van de herstructurering en de hierdoor wijzigende governance is door de directie en raad van advies van het Fonds besloten om verder te gaan met de twee huidige raad van advies-leden tot in ieder geval de herstructurering is voltooid.

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

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

Duurzaamheid

Het Fonds streeft naar een beleggingsportefeuille met langetermijnwaarde. Langetermijnwaarde 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, woningen of andere type vastgoed die voldoen aan de huidige en toekomstige wensen van de huurder of gebruiker.





Dit zijn winkels in de nabijheid van de woonomgeving voor de dagelijkse boodschappen en winkels in historische binnensteden met een goede belevingswaarde voor een dagje uit en het doen van niet-dagelijkse aankopen. Duurzame woningen zijn comfortabele woningen met lage energielasten en met een aangenaam en gezond binnenklimaat die voldoen aan de (toekomstige) wensen van de woonconsument. En woningen die in een blijvend hoog gewaardeerde woonomgeving liggen. Net als bij woningen is een duurzaam kantoor aantrekkelijk vanwege lage energielasten en een optimaal binnen klimaat voor de huurders en bezoekers.

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

Strategische doelstellingen 2019-2020

Het MVO-beleid van het Fonds is gebaseerd op vier P's die het gehele spectrum rondom Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen omvatten. Elke P belicht het MVO-beleid vanuit een ander perspectief. Die vier P's zijn: Property, Partners, Planet en People. Bij elke P horen strategische doelstellingen. Die staan in onderstaande tabel per P vermeld. De strategische doelstellingen zijn vertaald naar jaardoelstellingen. Er is feitelijk nog een vijfde P: Profit. Deze ziet het Fonds als vanzelfsprekende randvoorwaarde.

Onderstaande doelstellingen wil het Fonds uiterlijk in 2021 bereikt hebben. In veel gevallen lukt dat al eerder. Bovendien zijn de meeste strategische doelstellingen structureel van aard.

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-beursgenoteerd vastgoed • Minimale ESG score van 70 met een coverage ratio van 95% voor beursgenoteerd vastgoed. 	<ul style="list-style-type: none"> • Optimale betrokkenheid ketenpartners • Voortdurende toetsing op MVO-eisen en doelstellingen • Nieuwe huurcontracten 100% green lease 	<ul style="list-style-type: none"> • Analyse energy performance beursgenoteerd vastgoed • Investeren in gebieden • Bijdragen aan de ontwikkeling van studenten 	<ul style="list-style-type: none"> • Persoonlijke ontwikkeling medewerkers • Geinformeerde en betrokken medewerkers • Medewerkerstevredenheid > 80% • Optimale organisatorische inbedding

* GRESB (Global Real Estate Sustainability Benchmark) is de benchmark voor maatschappelijk verantwoord ondernemen.

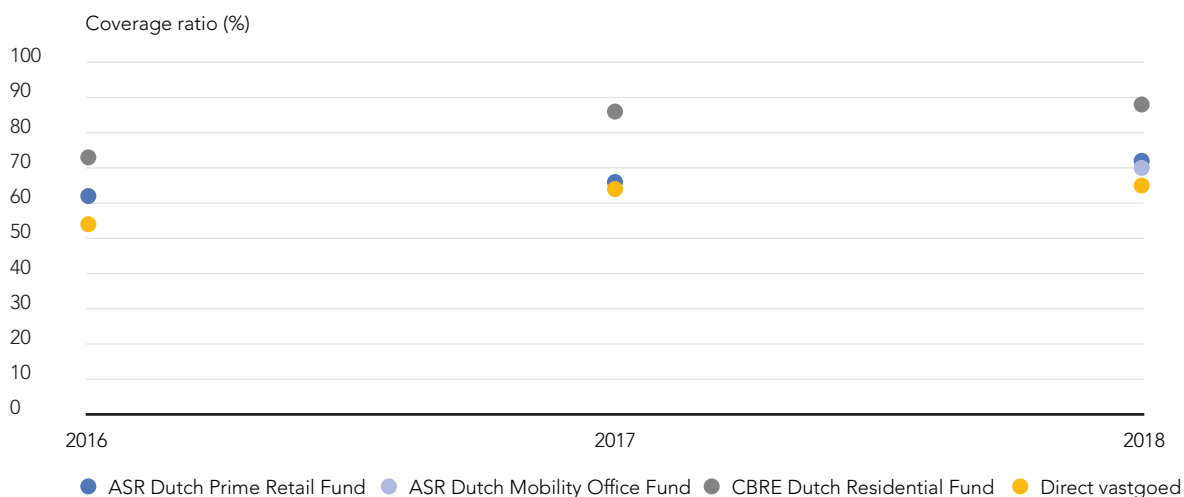
De belangrijkste doelstelling is om de portefeuille op diverse manieren verder te verduurzamen. Dat doet het Fonds door te investeren in duurzame (niet)-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed. Het Fonds is ervan overtuigd dat duurzaam vastgoed zorgt voor een aantrekkelijke propositie voor huurders en gebruikers. Als gevolg van de combinatie van uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren. Om dagelijkse liquiditeit te kunnen faciliteren is het voornemen om de portefeuille van het Fonds voor eind 2019 volledig te laten bestaan uit Europees beursgenoteerd vastgoed.

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

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-beursgenoteerde 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

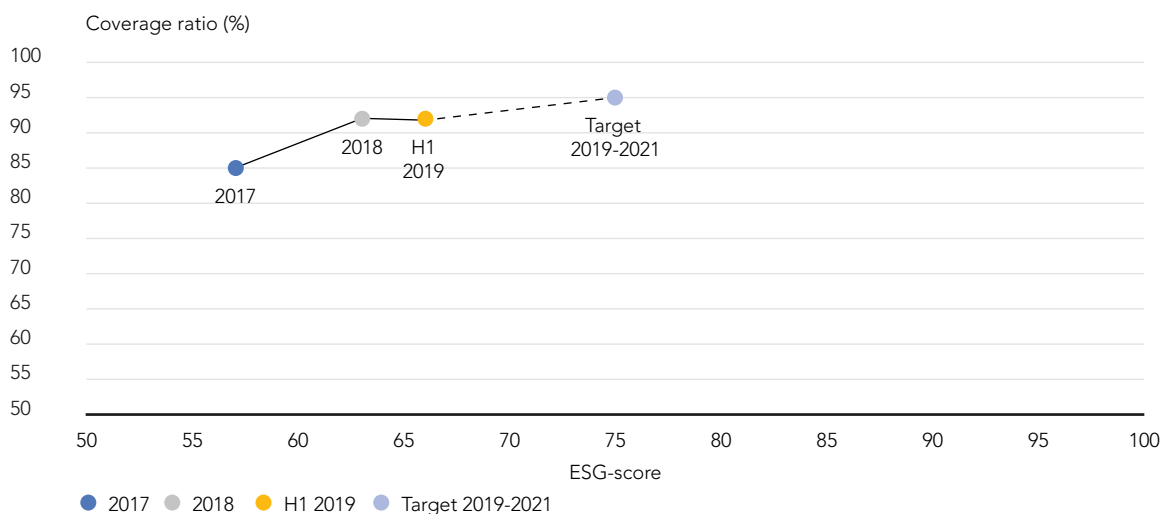


Beursgenoteerd Vastgoed

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. De doelstelling van AXA is bedrijven te identificeren die middels verduurzaming waarde creëren op de lange termijn. De bedrijven worden beoordeeld op onderwerpen als compliance met milieunormen in gebouwen, energie-efficiëntie, openbaar vervoer faciliteiten en waterverbruik.

Het doel is om net als bij niet-beursgenoteerd vastgoed (GRESB) de ESG prestatie van beursgenoteerde vastgoedfondsen transparant en objectief te 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 2018 is de ESG score van de beursgenoteerde portefeuille verbeterd van 63 naar 66. Daarnaast is 92% (92% in 2018) van de portefeuille voorzien van een ESG score (coverage ratio). Het Fonds heeft de doelstelling om in 2021 een ESG score te behalen van 75 en een coverage ratio van 95%.

ESG score beursgenoteerd vastgoed



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 ververs. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar portefeuille marktconform is vastgesteld.

Marktentwikkeling

Figuur 1 Economische ontwikkeling

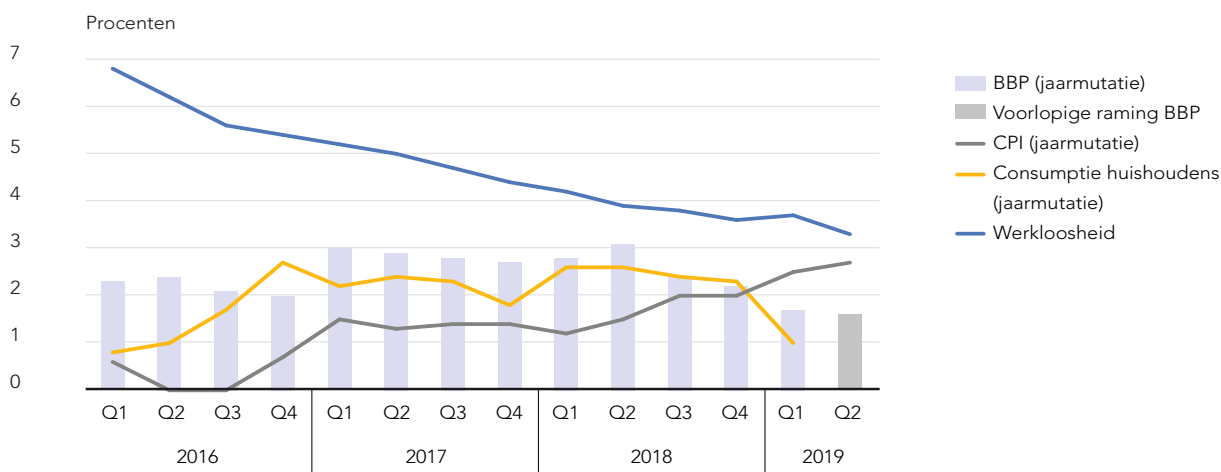
<p>BBP groei</p> <p>Reële jaarmutatie Kwartaal 1 2019</p> <p>↗</p> <p>1,7%</p>	<p>Consumentenprijzen</p> <p>Gemiddelde halfjaarinflatie (CPI) 2019</p> <p>↗</p> <p>2,6%</p>	<p>Consumentenvertrouwen</p> <p>Antwoordsaldo (jaarmutatie) Juni 2019</p> <p>↘</p> <p>0 (-23)</p>
<p>Werkloosheid</p> <p>ILO werkloosheid Mei 2019</p> <p>↘</p> <p>3,3%</p>	<p>Consumptie huishoudens</p> <p>Gemiddelde volumemutatie (j-o-j) Jan t/m juni 2019</p> <p>↗</p> <p>1,0%</p>	<p>Producentenvertrouwen</p> <p>Antwoordsaldo (jaarmutatie) Juni 2019</p> <p>↘</p> <p>+3,3 (-2,8)</p>

Bron: CBS, 2019

De Nederland economie is groeiende en positief. Echter, de groei is in het eerste halfjaar van 2019 afgezwakt.

Het bruto binnenlands product (BBP) groeide in het eerste kwartaal met 1,7% ten opzichte van een jaar eerder. In het eerste kwartaal van 2018 was de groei nog 2,8%. Met name de uitvoer is daar debet aan. De uitvoer neemt af als gevolg van de onzekerheden - zoals het handelsbeleid van de VS en de Brexit - die al enige tijd boven de wereldeconomie hangen. Niet alleen in Nederland is de economische groei aan het afzakken, ook die van omliggende Europese landen kenden een terugval. De BBP-groei van de Eurozone bedroeg 1,2% op jaarbasis in het eerste kwartaal. Naar verwachting blijft de Europese BBP-groei 1,2% in het restant van 2019 en loopt deze op naar 1,4% in 2020. De Nederlandse economie zal boven dit niveau liggen: 1,7% groei in 2019 en 1,5% groei in 2020 (CPB, ramingen juni 2019).

Economische indicatoren Nederlandse economie



Bron: CBS, Consensus Forecast, 2019

Ondanks dat economische groei afzwakt blijft de werkloosheid uitzonderlijk laag. Met 3,3% in mei 2019 was de werkloosheid lager dan begin 2008, vóór de financiële crisis. De werkloosheid daalde met gemiddeld 3 duizend per maand in de eerste helft van 2019 tot 302 duizend per 1 juni 2019 (CBS, 2019). Dit is aanzienlijk lager dan in de Eurozone, waar de werkloosheid 7,5% bedraagt (Eurostat, 2019). De Nederlandse inflatie bedroeg in het eerste halfjaar 2,6%. Dat is hoger dan in de jaren 2016 tot en met 2018 (respectievelijk 0,3%, 1,4% en 1,7%), maar lager dan het langjarige gemiddelde. De stijging van de consumentenprijzen werd met name veroorzaakt door de prijsontwikkeling van vliegtickets, benzine en voeding. In juni waren de voedingsprijzen 4,8% hoger dan in juni 2018. Dit was de grootste jaar-op-jaarstijging in meer dan 10 jaar. Volgens de Europees geharmoniseerde consumentenprijsindex (HCIP) waren goederen en diensten in Nederland de eerste twee kwartalen 2,6% duurder dan een jaar eerder. In de Eurozone lag de prijsstijging aanzienlijk lager, met 1,4%. De verwachting is dat de inflatie in Nederland het komende halfjaar op dit niveau blijft en in 2020 daalt tot 1,4%, door gematigde economische groei. Dit zal een positieve uitwerking hebben op de koopkracht van consumenten en kan dus positief zijn voor Nederlands vastgoed (CPB, 2019).

De consumptie door huishoudens is in het eerste kwartaal van 2019 gegroeid met 1,0%. Dit is de laagste groei sinds medio 2016. Consumenten besteden vooral meer aan duurzame goederen, zoals huishoudelijke apparaten, en minder aan gas (CBS, 2019). De stemming onder consumenten was in februari (-2) voor het eerst in 4 jaar negatief. Deze negatieve trend hield aan tot en met mei, waarna de stemming verbeterde in juni (0). Hiermee ligt het consumentenvertrouwen in juni boven het gemiddelde over de afgelopen twintig jaar (-4) (CBS, 2019).

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Investerings in Nederlands direct vastgoed bedroegen ruim €8,3 miljard in het eerste halfjaar van 2019 (CBRE, 2019). Daarmee liggen de investeringen op de Nederlandse vastgoedmarkt historisch gezien op een hoog niveau, maar wel beduidend lager dan dezelfde periode een jaar geleden toen een record volume van ruim €10 miljard werd geïnvesteerd. Voor de tweede jaar op rij is er veel geïnvesteerd in woningen: ruim €4 miljard (49% van de Nederlandse investeringen) werd geïnvesteerd in woningvastgoed. Het hoge investeringsvolume in woningen werd mede bepaald door één grote portefeuille transactie. De Zweedse vastgoedbelegger Heimstaden kocht de Round Hill portefeuille met ruim 9500 woningen voor €1,4 miljard. Naast een sterke groei in het woningsegment is er ook een opvallende stijging te zien in investeringen in kantoren in met name Amsterdam en Den Haag (CBRE, 2019). Ondanks deze stijging bleven de investeringen in Nederlandse kantoren achter ten opzichte van vorig jaar,

namelijk €2,0 miljard versus €3,2 miljard een jaar eerder. Dit is mede het gevolg van het beperkte aanbod van eerste klas kantoorvastgoed. De investeringen in winkelvastgoed bleven met ruim €0,7 miljard achter ten opzichte van een jaar eerder, toen ruim €1,0 miljard werd geïnvesteerd. Het investeringsvolume in logistiek vastgoed bleef met ruim €0,9 miljard op vergelijkbaar niveau als dezelfde periode een jaar eerder. De overige sectoren (hotels en overig) waren goed voor €0,7 miljard (CBRE, 2019).

Nederlandse winkelruimtemarkt

De omzetten in de detailhandel groeien al ruim 5 jaar elk kwartaal op rij. Daarmee laat de detailhandel al een geruime tijd een stabiele omzetstijging zien. De trend zet zich verder voort in 2019. Op basis van meest recente kwartaalcijfers (Q2 2019) zijn de detailhandelsverkopen met 2,6% toegenomen (CBS, 2019). De groei is daarmee licht zwakker dan een jaar geleden, toen werd in het tweede kwartaal een groei van 4,1% genoteerd. De toename in groei is naast volume groei, toe te schrijven aan prijsstijgingen. In januari werd het lage btw-tarief van 6% naar 9% verhoogd en zorgt daarmee voor een eenmalig effect in omzet (CBS, 2019). De groei van detailhandelsomzetten vindt plaats in meerdere branches. De 'food' sector groeide met slechts 0,2%, terwijl 'non-food' 2,4% liet noteren. De omzetgroei van supermarkten (0,6%) lag lager dan voorgaande kwartalen, en de voedingsspecialzaken (bijvoorbeeld slaggers, groentezaken, et cetera) kenden zelfs een omzetkrimp (-2,5%). In de 'non-food' sector presteerden met name de aan de woningmarkt gerelateerde branches goed (zoals meubels en woninginrichting met +9%). Daarentegen zijn de omzetten in de internetgevoelige branches wederom gedaald. Met name de omzetten in de branche speelgoed daalden met maar liefst -18% (CBS, 2019). De online detailhandelsverkopen groeiden opnieuw sterk: +18,2%. De online omzet van winkels waarvan de verkoop via het internet een nevenactiviteit is (multi-channelers) groeide met maar liefst 23%. Daarmee laat de online verkoop via internet al jaren een zeer sterke en continue groei zien van boven de 20% (CBS, 2019).

Het aantal faillissementen in de detailhandel is in het eerste half jaar van 2019 op een vergelijkbaar en laag niveau gebleven als vorige kwartalen. Slechts 144 retailers gingen failliet tegen 166 in het eerste halfjaar van 2018 (CBS, 2019). In het eerste half jaar zijn er enkele grote formules failliet gegaan: Intertoys, Coolcat, Op=Op Voordeelshop en Sissy-Boy. In totaal gaat het om ongeveer 670 winkels (Locatus, 2019). Dit heeft zijn weerslag op het aantal leegstaande winkels in Nederland. Zo is de leegstand in het eerste half jaar met 0,4% toegenomen tot 7,8%. Dit komt neer op ongeveer 15.500 leegstaande winkelpanden. Leegstand gemeten in vierkante meters is eveneens toegenomen van 6,8% naar 7,2% (Locatus, 2019). Onder andere het faillissement van Coolcat zorgt voor leegstand van relatief grote units (>500 m² wvo) in middelgrote steden.

Het Nederlands winkellandschap heeft nog steeds een structurele mismatch tussen vraag en aanbod van winkelruimte. Met name de middelgrote steden zien leegstand verder oplopen en faillissement van grotere ketens helpen daar niet bij. Om het overaanbod te beperken wordt er actief voorraad onttrokken aan de markt door sloop en herbestedingen van winkelvastgoed naar andere functies (bijvoorbeeld woningen en horeca). Daarentegen doen vooral de binnensteden van de grote steden het goed vanwege hun aantrekkingskracht door een goede mix van retail, horeca en leisure. Daarmee wordt de tweedeling in het winkellandschap steeds duidelijker.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

De vraag naar kantoorruimte was in het eerste kwartaal van 2019 opnieuw op een relatief hoog niveau. In het eerste kwartaal is ruim 331.000 m² kantoorruimte opgenomen, wat een stijging van 25% betekent ten opzichte van Q1 2018. Een belangrijk deel van de marktdynamiek vond plaats in de vier grote steden; hier werd 59,2% van de kantoorruimte in de Nederlandse markt opgenomen. De dominantie van de 4 grote steden is doorgaans significant geweest, met name de dominantie van Amsterdam. Alleen al de opname in Amsterdam is goed voor 21,7% van het totaal aantal opgenomen kantoorruimte. Steden als Utrecht en Den Haag hebben in het eerste kwartaal van 2019 ten opzichte van Amsterdam een inhaalslag gemaakt, onder andere als gevolg van de beperkte beschikbaarheid van hoogwaardige kantoren in Amsterdam (CBRE, 2019). De totale kantorenvorraad is in het eerste kwartaal gedaald met 0,4 miljoen m² naar 48,2 miljoen m². Daarmee blijft de onttrekking aan de voorraad een gelijke trend houden met voorgaande kwartalen. Het merendeel van de onttrokken kantoren worden getransformeerd naar een andere functie, met name wonen.

Van de totale kantorenvorraad stond in het eerste kwartaal van 2019 ongeveer 5,9 miljoen m² leeg, wat neer komt op 12,3% (CBRE, 2019). Ten opzichte van 2018 is dat een daling van 0,3%. De leegstand in de G4 steden ligt significant lager, namelijk 7,6% (was 9,1% in 2018) en is daarmee sneller gedaald dan het landelijke gemiddelde.

Binnen de G4 locaties zijn het met name de locaties nabij intercity stations waar de leegstand zeer laag is. De leegstand daalde tot 3,1% in Q1 2019. Amsterdam heeft inmiddels een historisch lage leegstand van 4,1%, ver onder het Nederlands gemiddelde. Rotterdam heeft met 11,1% de hoogste leegstand van de G4 steden, maar daalt substantieel (CBRE, 2019). In het eerste halfjaar van 2019 is de gemiddelde huurprijs per m² kantoorruimte in Nederland gestabiliseerd op €125 per m². Er zit echter een groot verschil in huren naar regio's en locaties. Met name door aanhoudende vraag naar hoogwaardige kantoorruimte, stijgen de tophuren op de betere kantorenlocaties. Op de Amsterdamse Zuidas wordt de hoogste tophuur gerealiseerd, namelijk €430 per m², een toename van €25 ten opzichte van een jaar eerder (CBRE, 2019).

De beleggingsmarkt van kantoren is en blijft aantrekkelijk. De aanvangsrendementen zijn als gevolg van deze interesse gedaald, voornamelijk in de kernsteden. In het eerste kwartaal van 2019 zijn deze gedaald naar gemiddeld 5,4%. Op de Amsterdamse Zuidas worden de scherpste aanvangsrendementen gerealiseerd voor de beste kantoren: 3,3% (CBRE, 2019). Het verschil tussen steden blijft echter groot.

Nederlandse (huur)woningmarkt

De koopwoningmarkt kende een sterk eerste half jaar in 2019. De woningprijzen stegen in de eerste vijf maanden met maar liefst 7,6% ten opzichte van een jaar eerder (CBS, 2019). De toename is het gevolg van het beperkte aanbod van te koop staande woningen in combinatie met lage hypotheekrentes in tijden van hoogconjunctuur. Alhoewel er nog sprake is van sterke prijsstijgingen, vlakt de groei langzamerhand af. Opvallend is wel dat de prijzen van nieuwbouwwoningen aanmerkelijk sneller stijgen dan die van bestaande koopwoningen (10% tegenover 8% voor Q1 2019) (CBS, 2019). De verhoudingen tussen vraag en aanbod lopen dermate uit de pas, dat een groot deel van de koopwoningen (ruim 39%) boven de vraagprijs wordt verkocht (NVM, 2019). Door het beperkte aanbod is het aantal transacties gedaald, namelijk -9% op jaarbasis in Q1 2019. In datzelfde kwartaal is ook voor het eerst de grens van €300.000 bereikt voor de gemiddelde verkoopprijs (CBS, 2019). Met name in de Randstad is betaalbaarheid en het aanbod van koopwoningen sterk afgenomen. Het zoekgebied van huishoudens en investeerders verplaatst zich nu dan ook naar gebieden net buiten de Randstad. Op deze plekken vinden nu de grootste prijsstijgingen plaats.

Ook op de huurwoningmarkt is in het eerste halfjaar een stijging in huurprijzen waarneembaar van 5,4% op jaarbasis (NVM, 2019). Noord-Holland is hierin koploper, met name door invloed van Amsterdam. De huurstijgingen vertonen wel tekenen van afvlakking. De verwachting is echter dat het tekort aan huurwoningen, vooral in het segment €720-€1.000, blijft aanhouden.

Door het tekort aan huurwoningen in het middensegment is met name door de grote gemeenten een oproep gekomen om de "noodknop middenhuur" in te voeren. Een vorm van regulering om een maximale huurprijs voor vrije sector huurwoningen vast te leggen met als doel om de huurwoningmarkt betaalbaar te houden. De vraag is of deze vorm van regulering doeltreffend is, aangezien de realisatie van nieuwe huurwoningen op verminderde interesse van beleggers kan rekenen (IVBN, 2019). In de loop van 2019 zal verder duidelijk worden of én in welke vorm regulering zal plaats vinden. Vooruitlopend op deze landelijke maatregelen, nemen sommige gemeenten al eigen initiatief om de huurmarkt te beïnvloeden. Zo heeft de gemeente Den Haag besloten om inkomenseisen te stellen in de geliberaliseerde huursector. Huishoudens die minder dan twee keer modaal verdienen krijgen voortaan voorrang bij middendure huurwoningen tot €1.000 (NOS, 2019). Dit is een stimulans voor huishoudens met maatschappelijk belangrijke beroepen (bijvoorbeeld leraren en agenten) om aan geschikte woonruimte te kunnen komen.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

Nadat 2018 werd afgesloten met negatieve koersontwikkelingen begon 2019 met een uiterst positieve maand januari voor de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt. Beginnende zorgen over het groeitempo van de wereldeconomie leek voor beleggers een drijfveer om aan het begin van 2019 te kiezen voor defensievere sectoren, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed. Met name de stroef verlopende handelsgesprekken en nieuwe importtarieven tussen de Verenigde Staten en China leek te zorgen voor onzekere macro-economische vooruitzichten onder beleggers. De positieve koersontwikkelingen voor Europees beursgenoteerd vastgoed hielden in het eerste kwartaal van 2019 aan. Ultimo Q1 2019 hadden Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen positieve koersontwikkelingen gemaakt van 13,3% (AXA IM, 2019).

Het tweede kwartaal van 2019 begon met negatieve koersontwikkelingen voor Europees beursgenoteerd vastgoed na positieve berichten over de economische groei in de VS en China, ondanks de handelstarieven die beiden landen elkaar hebben opgelegd (Bloomberg, CNN, 2019). De onzekerheden over Brexit hielden ook in 2019 aan. In april en mei 2019 vond een tweetal kenmerkende gebeurtenissen plaats in het Brexit-proces. Het Verenigd Koninkrijk kwam met de Europese Unie overeen om de daadwerkelijke uittredingsmoment te verplaatsen naar 31 oktober 2019 (BBC, 2019). De Brexit-uitstel moet ervoor zorgen dat het Verenigd Koninkrijk tot een scheidingsakkoord kan komen in het Brits parlement, die tevens wordt goedgekeurd door de Europese Unie. Na herhaaldelijk mislukte pogingen om een scheidingsovereenkomst door het Brits parlement goed te laten keuren kondigde de Britse premier Theresa May in mei 2019 aan af te treden per 7 juni 2019 (BBC, 2019). De gevolgen van Brexit zijn drie jaar na het referendum vooralsnog onduidelijk. Op 23 juli 2019 is Boris Johnson verkozen tot de opvolger van vertrekkende premier Theresa May (NOS, 2019). In de resterende maanden tot aan de deadline van 31 oktober zal Boris Johnson de koers bepalen voor uittreding van het Verenigd Koninkrijk uit de Europese Unie.

Op de onderliggende vastgoedmarkt zorgde onrust in Berlijn voor negatieve koersontwikkelingen van Duitse beursgenoteerde woningfondsen, die een relatief groot deel uitmaken van de index. Momenteel speelt er in Berlijn een maatschappelijke discussie over de jarenlange huurverhogingen door de beursgenoteerde woningfondsen. Bewoners van Berlijn hebben naast publieke demonstraties voldoende handtekeningen opgehaald om een referendum te houden over het onteigenen van de Duitse beursgenoteerde woningfondsen in Berlijn (Morgan Stanley, 2019). Het negatieve sentiment voor Duitse beursgenoteerde woningfondsen hield in het tweede kwartaal aan, nadat een wetsvoorstel werd aangenomen om de huurprijzen in Berlijn voor een periode van vijf jaar te bevriezen per januari 2020.

Naast Duitse beursgenoteerde woningfondsen maakten pan-Europese winkelfondsen per saldo eveneens negatieve koersontwikkelingen door in het eerste halfjaar van 2019. Een combinatie van wisselvallige resultaten van retailers en onzekere vooruitzichten van de Europese economische groei lijken de grootste drivers te zijn van de mindere performance van pan-Europese winkelfondsen. Ondanks een minder tweede kwartaal (-4,0%) hebben Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen het eerste halfjaar weten af te sluiten met positieve koersontwikkelingen van 8,8% (AXA IM, 2019). Met name Scandinavische gediversifieerde en pan-Europese logistieke vastgoedfondsen lieten de positiefste koersontwikkelingen zien in het eerste halfjaar van 2019 (AXA IM, 2019).

Vooruitzichten 2019

Economische vooruitzichten

- Naar verwachting zwakt de mondiale bbp-groei verder af in het restant van 2019 en 2020, respectievelijk 3,1% en 3,2%. De terugval wordt veroorzaakt door de handelsbeperkende maatregelen en beleidsonzekerheid. Het vertrouwen van zowel consumenten als bedrijven in economische ontwikkeling wordt hierdoor aangetast. De Europese economie groei gestaag: 1,2% groei in 2019 en 1,4% groei in 2020. De Nederlandse economie zal naar verwachting in 2019 en 2020 respectievelijk met 1,7% en 1,5% groeien.
- De Nederlandse werkloosheid blijft uitzonderlijk laag, maar zal na een daling van vijf jaar wel weer wat oplopen in 2020. Dit zal het gevolg zijn van de gematigde economische groei, die zowel het arbeidsaanbod als de werkgelegenheid afzwakt.
- De Nederlandse koopkracht zal zich in het restant van 2019 en 2020 positief ontwikkelen. In 2019 is dit het gevolg van verlaging van directe belastingen en verhoging van toeslagen. Volgend jaar zal de koopkrachtstijging vooral komen door de matige inflatie. Naar verwachting zal de inflatie in 2020 terugvallen naar 1,4%.
- De ECB heeft op 12 september 2019 besloten de depositorente verder te verlagen van -0,4% naar -0,5%. Daarnaast zal de ECB het kwantitatieve verzuimingsprogramma (QE) door (staats)obligaties op te kopen hervatten vanaf november 2019. Mede hierdoor is het de verwachting dat rentes laag zullen blijven en beschikbaar kapitaal richting vastgoed zal blijven vloeien vanwege het relatief aantrekkelijke rendement.

Vastgoedbeleggingsmarkt

- De langetermijnrente zal in het tweede helft van 2019 op een laag niveau blijven. De ECB is voornemens deze tot halverwege 2020 op het huidige niveau te houden of wellicht te verlagen. Dit betekent dat vastgoed ten opzichte van andere beleggingscategorieën, zoals obligaties en aandelen, een interessant beleggingsproduct blijft, vanwege de gunstige rendement-risicoverhouding.
- De spreiding tussen aanvangsrendementen en staatsobligaties in combinatie met goede rendementen zorgen ervoor dat Nederlands vastgoed aantrekkelijk blijft voor (wereldwijd) kapitaal. Het rendement op 10-jaars staatsobligaties is momenteel negatief en zal in de tweede helft van 2019 naar verwachting niet boven nul uitkomen. Dit betekent dat, bij aanhoudende interesse en het gebrek aan goed product aan vastgoedbeleggingen, een aanhoudende druk zal blijven bestaan op aanvangsrendementen. Dit geldt met name voor de grote steden.
- Het komend jaar te realiseren beleggingsvolume lijkt, door het gebrek aan beleggingsproduct, afhankelijk van de beschikbaarheid aan vastgoedportefeuilles. De verwachting is dat het volume in 2019 lager zal uitvallen dan in het recordjaar 2018.

Nederlandse winkelruimtemarkt

- Positieve economische omstandigheden zorgen voor meer consumentenbestedingen. Daarmee wordt de ingezette omzetgroei gecontinueerd. Met name food sector zal in 2019 hogere omzetten behalen, mede ingegeven door prijsstijgingen als gevolg van aanpassing van het lage BTW tarief van 6% naar 9%.
- Verandering van consumentengedrag en technologische ontwikkelingen zorgen voor een verminderde vraag naar winkelvastgoed. De benodigde fysieke winkelruimte zal daardoor steeds kernachtiger geconcentreerd worden, waardoor de vraag naar A-winkellocaties naar verwachting onveranderd groot zal blijven. Kleine en middelgrote steden in de periferie blijven het moeilijk houden en moeten actief overaanbod onttrekken om leegstand te lijf te gaan.
- De opmars van online verkopen blijft onverminderd doorgaan. Wel is zichtbaar dat multi-channeling een belangrijk groeimotor is om zowel online als fysiek te kunnen concurreren.
- Supermarkten blijven in 2019 nog favoriet vanwege de hogere huuropbrengsten en rendementen. Mogelijk is er in de nabije toekomst een consolidatie te verwachten onder supermarkten, mede door nieuwe (online) supermarkt- en food concepten.
- Dominante winkelcentra blijven een aantrekkelijke beleggingscategorie vanwege het hogere rendementsprofiel dan high street winkelcentra en de mogelijkheid om een grotere hoeveelheid kapitaal in een keer te kunnen beleggen.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

- De Nederlandse kantorenmarkt profiteert van de economische groei. De vraag naar kantoren zal op goed ontsloten locaties toenemen, terwijl op minder aantrekkelijk, perifere locaties de vraag structureel wegvalt (Dynamis, 2019). Amsterdam is en blijft de aantrekkelijkste locatie voor bedrijven, maar door de mismatch van vraag en aanbod zullen de andere G4-steden hiervan profiteren. De grotere regionale steden zien ook een aantrekkende vraag (nieuwe gebruikers, maar ook expansie naar regiokantoren) en doen het relatief goed. De verschillen tussen de CBD-markten en sub-markten zullen naar verwachting in het komende jaar nog verder uiteenlopen, vooral door de positieve economische dynamiek van de CBD's.
- Naar verwachting zal de lage leegstand in Amsterdam en Utrecht zorgen voor een blijvende (opwaartse) druk op de huurprijzen. In secundaire steden is deze druk minder groot, door een hogere plaatselijke leegstand en overaanbod.
- Op de investeringsmarkt zal de vraag naar kantoren naar verwachting hoog blijven. Investeerders verwachten zowel waarde- als huurgroei, terwijl aanvangsrendementen naar verwachting het laagste punt hebben bereikt op de prime CBD-locaties zoals Amsterdam Zuidas. De vraag van binnen- en buitenlandse investeerders neemt toe, maar door een gebrek aan kwalitatief hoogwaardig aanbod en dalende aanvangsrendementen verschuift hun vraag naar de andere G4-steden.
- Wetgeving omtrent het verplichte energielabel C voor kantoorgebouwen in 2023 zal investeringen vereisen van eigenaren van gebouwen die niet aan de energie-eisen voldoen. Voor een deel van de leegstaande kantoorpanden is het nog de vraag of er afdoende mogelijkheden zijn om te investeren. Deze gebouwen, veelal te vinden in de kleinere gemeenten, zijn oud, slecht bereikbaar en solitair, ver van voorzieningen gelegen waar zeer weinig vraag is naar kantoorruimte.

Nederlandse woningmarkt

- De prijsstijgingen op de koopwoningmarkt zullen zich naar verwachting doorzetten in de rest van het jaar 2019, maar wel in een lager tempo.
- De vraag naar woningen zal hoog blijven door het groeiende aantal huishoudens en de lage hypotheekrente. Het aantal transacties zal naar verwachting dalen door het beperkte aanbod, maar naar verwachting boven de 200.000 transacties op jaarbasis uit komen.
- Het woningtekort zal nog verder oplopen. Door de personeel- en materiaaltekorten in de bouwsector zal het nieuwbouwt tempo nog niet hoog genoeg liggen.
- Het vertrouwen in de woningmarkt bevindt zich in een dalende trend. Door de hoge prijzen en het beperkte aanbod wordt het kopen van een woning steeds vaker uitgesteld.
- Door de hoge prijzen en lage aanvangsrendementen zullen zowel huishoudens als beleggers hun focus steeds verder verleggen naar gebieden buiten de Randstad. De vraag naar goede beleggingsproducten, zeker in residentieel vastgoed, blijft groot.
- Overheden zijn van plan de vrije sector huurmarkt steeds verder te gaan reguleren, o.a. door de mogelijke invoer van een maximale huurprijs in sommige gemeenten (de "noodknop middenhuur"). In het restant van 2019 zal de vorm van regulering duidelijker worden.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Waar eerder werd uitgegaan van renteverhogingen heeft de ECB in september 2019 de depositorente verder verlaagd van -0,4% naar -0,5%. Daarnaast zal de ECB vanaf november 2019 wederom (staats)opbligaties opkopen (kwantitatieve verruiming). In Amerika heeft de centrale bank eind juli 2019 voor het eerst in tien jaar de rente verlaagd, na eerdere verhogingen. In september 2019 verlaagde de Amerikaanse centrale bank wederom de rente.
- Voor beursgenoteerd vastgoed geldt dat QE en de rentebewegingen een belangrijke factor zullen zijn in het uiteindelijke totaal rendement. Fundamenteel gezien kan de beursgenoteerde vastgoedsector op de middellange termijn profiteren van een aantrekkende inflatie dat zijn uitwerking heeft op hogere huurinkomsten.
- De Brexit en handelsoorlog tussen de VS en China zullen ongetwijfeld hun weerslag hebben op de financiële markten. Een harde Brexit in oktober 2019 kan ervoor zorgen dat beleggers voor de korte en/of middellange termijn liever niet beleggen in Europa. Daarnaast kan een handelsakkoord tussen de VS en China ervoor zorgen dat cyclische aandelen (op de korte termijn) de voorkeur krijgen boven Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. Een handelsakkoord zou er namelijk voor kunnen zorgen dat de kans op inflatiegroei en renteverhogingen op de middellange termijn toeneemt, als gevolg van een verbeterde perspectief voor economische groei.
- Door veranderingen in de Solvency II-regelgeving hoeven verzekeringsmaatschappijen minder kapitaalbuffers aan te houden tegenover hun beleggingen in beursgenoteerde (vastgoed)aandelen. Door de lagere kapitaalbufferseis wordt het voor Europese verzekeringsmaatschappijen aantrekkelijker om te beleggen in Europese beursgenoteerde (vastgoed)aandelen. Een grotere kapitaalstroom richting Europese beursgenoteerde (vastgoed)aandelen kan op de korte termijn een positieve impact hebben op de koersontwikkelingen.
- Duitse woningen zijn vanwege hun karakteristieken gevoelig gebleken voor rentestijgingen en -dalingen. De positieve operationele performance van deze fondsen maakt ze aantrekkelijk voor beleggers, maar zijn gevoelig voor rentestijgingen op de obligatiemarkt vanwege hun defensieve karakter.
- Echter, door nieuwe wetgeving voor Berlijnse woningen kan het negatieve sentiment voor Duitse beursgenoteerde woningfondsen aanhouden.
- Door de wetwijzigingen kunnen de aannames van beleggers voor Berlijnse woningen veranderd zijn. Daarnaast bestaat de kans dat de wetwijzigingen in andere steden worden doorgevoerd.

Risico's

Inleiding

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

Risicomanagementmodel

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

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

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

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

Risicomanagement verantwoordelijkheid a.s.r. real estate

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

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

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

Missie risicomanagement

Risicomanagement stuurt op het beheersen van risico's 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 vindt plaats in het belang van diverse belanghebbenden zoals investeerders, huurders en pachters, medewerkers en toezichthouders.

Doelstellingen risicomanagement

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

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

- Gevraagd en ongevraagd advies uitbrengen teneinde de financiële stabiliteit 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;
- 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.

Governance

Binnen a.s.r. real estate zijn de volgende risico- en beleggingscomité's ingericht. De in deze paragraaf beschreven governance van a.s.r. real estate werkt parallel aan de governance van het Fonds zoals beschreven op pagina 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, cfro. hoofd KPV, P&O-adviseur
Strategisch MT a.s.r. real estate	1 x 3 maanden	Strategische doelstellingen monitoren (businessplan)	ceo, managing directors businesslines, cfro, hoofd KPV, P&O-adviseur
Beleggings- en Risico Comité			
Beleggingscomité a.s.r. real estate	1 x 2 weken	Investerings en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR	ceo, managing directors businesslines, cfro, Fiscale Zaken, Compliance, secretaris
Investeringscomité a.s.r. real estate	1 x maand	Investerings en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR, risicomangement IRR-eis, beleggingsplannen	lid raad van bestuur, ceo, cfro, secretaris, directeur beleggingen a.s.r., senior medewerker ERM
Strategisch Beleggingscomité	1 x kwartaal	IRR-eis, beleggingsplannen, beleidsmatige zaken (zoals duurzaamheidsbeleid)	ceo, managing director businesslines, cfro, Fiscale Zaken, Compliance, hoofd research, secretaris
Risicocomité	1 x kwartaal	Compliance, riskmanagement, monitoring audits	ceo, managing director businesslines, cfro, hoofd KPV, Compliance, secretaris, Operationeel Risicobeheer (ERM), auditmanager, business risk manager a.s.r. real estate
Centraal 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 Group Asset Management 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 (brm) jaarlijks de SRA. Deze strategie wordt jaarlijks door de directie van a.s.r. real estate vertaald naar doelstellingen voor a.s.r. real estate en de door haar beheerde fondsen. Jaarlijks voert de directie van a.s.r. real estate, gefaciliteerd door de brm, een SRA uit waarbij de risico's van de (nieuwe) doelstellingen van de beheerorganisatie en de beleggingsfondsen in kaart worden gebracht. Eventuele beleidsaanpassingen op basis van de bevindingen tijdens de jaarlijkse SRA worden verwerkt in het risicomanagementbeleid van a.s.r. real estate en aan de directie van a.s.r. real estate voorgelegd voor akkoord. Om deze risico's te mitigeren worden acties in kaart gebracht die elk kwartaal door de brm worden gemonitord. Dit wordt elk kwartaal aan de directie en de afdeling ERM van ASR Nederland N.V. gerapporteerd. De voortgang op de acties worden tevens besproken binnen het RC van a.s.r. real estate. De uitwerking van de risico analyse van de financiële risico's wordt op pagina 24 verder weergegeven.

Non Financial Risk ('NFR') Dashboard

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

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

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

Key Controls (First line)

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

Objecten met een risico

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

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

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

Operationele verliezen

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

Verhogen risicobewustzijn

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

Three Lines of Defence model en de rol van de bewaarder

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

Bewaarder

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

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.

Toezichthouders

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

Juridische zaken

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

Compliance

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

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

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

Compliance rapportage

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

De kwartaalrapportage geeft inzicht in:

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

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

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

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

Interne Audit

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

Risicotabel

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Financiële risico's			
Marktrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten en de impact van deze fluctuaties op de waarde van de portefeuille. • Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed accepteert het Fonds het lopen van marktrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> • Het uitvoeren van periodieke hold-sell analyses, gebruik maken van richtlijnen van de NVRT en onafhankelijke taxateurs, diversificatie van de portefeuille en koppeling van de huurcontracten aan de CPI. 	<ul style="list-style-type: none"> • Tussen 31 december 2018 en 30 juni 2019 hebben zich geen incidenten voorgedaan. • In lijn met de marktontwikkelingen op niet-beursgenoteerd vastgoed werd een negatief resultaat behaald terwijl op beursgenoteerd vastgoed het Fonds een positief resultaat is behaald.
Debiteurenrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Het risico dat een huurder niet aan zijn verplichtingen zal voldoen. • Hoewel het Fonds de nodige voorzichtigheid in acht neemt bij de selectie van tegenpartijen voor niet-beursgenoteerd vastgoed, kan niet worden uitgesloten dat een tegenpartij in gebreke blijft. 	<ul style="list-style-type: none"> • Bepalen van de kredietwaardigheid van de huurder voordat het huurcontract wordt afgesloten. • Afsluiten van huurovereenkomsten met een (middel) lange looptijd af te sluiten. • Waarborgen van de goede staat van het vastgoed. 	<ul style="list-style-type: none"> • De voorziening dubieuze debiteuren is tussen 31 december 2018 en 30 juni 2019 afgenomen tot €10 duizend (31 december 2018: €26 duizend).
Valutarisico	<ul style="list-style-type: none"> • Valutarisico komt binnen het Property Fund alleen voor bij enkele liquide vastgoedaandelen. • Binnen het Fonds wordt valutarisico niet gehedged. 	<ul style="list-style-type: none"> • GBP blootstelling is gelimiteerd tot max. 25% van haar onroerend goed blootstelling. • Blootstelling naar andere Europese vreemde valuta is niet gelimiteerd. • De benchmark die wordt gevolgd investeert in de meest liquide Europese onroerend goed aandelen. Hierdoor wordt valutarisico automatisch gelimiteerd. 	<ul style="list-style-type: none"> • De valuta exposure bedroeg in per 30 juni 2019 12% GBP, 15% in SKR en 9% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee iets af ten opzichte van 31 december 2018 en de exposure naar SKR en CHF nam toe. • Het valutaresultaat per 30 juni 2019 bedroeg €438 duizend negatief (31 december 2018: €264 duizend negatief).
Rente risico	<ul style="list-style-type: none"> • Het Fonds wordt voornamelijk met eigen vermogen gefinancierd. • Het renterisico wordt niet gehedged. • Het Fonds heeft alleen een rekeningcourant faciliteit van €12,5 miljoen. Per ultimo 2018 is geen gebruik gemaakt van deze faciliteit. 	<ul style="list-style-type: none"> • Voortdurend toetsen van renterisico en LTV. 	<ul style="list-style-type: none"> • Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het vermogen is het renterisico op vreemd vermogen beperkt.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Liquiditeitsrisico	<ul style="list-style-type: none"> • Participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn meer illiquide investeringen dan beursgenoteerde aandelen. • De vastgoedmarkt is over het algemeen illiquide. 	<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 2018 en 30 juni 2019 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met marktliquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico. • Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.
Strategierisico's			
Strategierisico	<ul style="list-style-type: none"> • Onder strategie risico wordt verstaan het risico dat de doelstellingen niet worden behaald vanwege onjuiste besluitvorming, verkeerde implementatie en/of het onvoldoende reageren op veranderingen in de omgeving. • Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. • Het Fonds streeft er naar om 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met inachtneming 15% minus en 15% plus bandbreedte) in beursgenoteerde vastgoed. • Binnen de beursgenoteerde vastgoed portefeuille hanteert het Fonds een norm om 75% te beleggen in 'continentaal' Europa en het restant in het Verenigd Koninkrijk. 	<ul style="list-style-type: none"> • Het risico wordt gemitigeerd door de benchmark waar mogelijk te repliceren. Eventuele afwijkingen ten opzichte van de benchmark worden meegenomen bij het opstellen van het beleggingsbeleid van het Fonds. • Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> • Per 30 juni 2019 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 45% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 51% respectievelijk 4% betrof. De overweging naar beursgenoteerd vastgoed is een gevolg van de op pagina 5 beschreven voorgenomen herstructurering. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2018 53% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 40% en het restant 7% betrof. • Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Operationele risico's			
Operationeel risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds heeft te maken met operationele risico's die het directe of indirecte resultaat zijn van verliezen als gevolg van inadequate of slecht functionerende interne processen, mensen en systemen of externe gebeurtenissen waaronder beschadigingen van de reputatie, continuïteitsrisico en uitbestedingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Met betrekking tot de operationele risico's van het Fonds worden de systematische, rapportage en administratieve impact gemitigeerd door het interne controle systeem. 	<ul style="list-style-type: none"> Processen en controles zijn vastgelegd in een ISAE 3402 Type II risico framework, dat jaarlijks getoetst wordt door de externe accountant. Bij het laatste rapport werden geen materiële bevindingen aangetroffen door de externe accountant.
Bewaarnemingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> Risico dat de assets onder custodian verdwijnen als gevolg van slordigheden. Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het bewaarnemingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Bewaarnemingsrisico's worden gemitigeerd aan de hand van vergaderingen met de custodian die op kwartaalbasis plaatsvinden. Tijdens deze vergaderingen wordt de opvolging van de SLA besproken. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2018 en 30 juni 2019 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Financieel verslaggevingsrisico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het financieel verslaggevingsrisico. 	<ul style="list-style-type: none"> Vastgelegde procedures van interne audits op basis van steekproef en ad hoc inspecties. De kwaliteit van de jaarrekening van het Fonds wordt gegarandeerd door periodieke (externe) audits. 	<ul style="list-style-type: none"> Tussen 31 december 2018 en 30 juni 2019 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Compliance risico	<ul style="list-style-type: none"> Het Fonds heeft te maken met lokale, regionale en landelijke wetgeving van de landen waarin zij actief is. Het Fonds kwalificeert zich als een alternatieve beleggingsinstelling conform de Alternative Investment Fund Managers Directive 2011/61/EU (AIFMD). 	<ul style="list-style-type: none"> a.s.r. real estate heeft een Compliance officer die o.a. toezicht houdt op integriteitsrisico'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 2018 en 30 juni 2019 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Portefeuilleontwikkeling

Portefeuilleontwikkeling: algemeen

Doordat het fonds in transitie is om geherstructureerd te worden, wordt de beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed, zowel het directe 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 2019 uit 45% niet-beursgenoteerd vastgoed, 51% beursgenoteerd vastgoed en 4% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

Waarde en verdeling van de beleggingen

	30-06-2019		31-12-2018	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	178.682	45%	242.535	53%
Beursgenoteerd vastgoed	200.719	51%	183.437	40%
Overige activa	17.273	4%	30.657	7%
Totaal	396.674	100%	456.629	100%

De totale activa van het Fonds daalde in het eerste halfjaar 2019 met €60,0 miljoen tot €396,7 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed daalde met €63,9 miljoen tot €178,7 miljoen door €62,0 miljoen verkopen, een negatief waarderingsresultaat van €3,2 miljoen en €1,3 miljoen aan investeringen in de Lijnbaan.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam toe met €17,3 miljoen tot €200,7 miljoen. Deze stijging werd veroorzaakt door per saldo aankopen van vastgoedaandelen van €16,1 miljoen, een positief waarderingsresultaat van €11,3 miljoen en verkopen van vastgoedaandelen van €10,0 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 30 juni 2019 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

Fonds verdeeld naar activa per 30-06-2019



Het Fonds heeft in het eerste halfjaar één grote uitgaande kasstroom gehad, zijnde een inkoop eigen aandelen in maart voor €66 miljoen. Deze inkoop volgde nadat het belang in CBRE DRES voor een bedrag van €62 miljoen was verkocht in januari.

Portefeuilleontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed bestaan volledig uit Nederlands vastgoed en worden onderverdeeld in de categorieën direct vastgoed en deelnemingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Direct vastgoed betreft vastgoed dat het Fonds zelf volledig in bezit heeft. Bij deelnemingen in vastgoedfondsen heeft het Fonds belangen in het ASR Dutch Prime Retail Fund ('ASR DPRF') en het ASR Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF'). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2019 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 58 (bijlage 1).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

Kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille			
		30-06-2019	31-12-2018
WINKELS			
Direct vastgoed			
Aantal objecten		8	8
Aantal huurcontracten		4	4
Netto verhuur oppervlak m ²		2.362	2.599
Markthuur / Contracthuur		122%	102%
Bezettingsgraad		100%	75%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)		84,9	84,3
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)		5,5	5,7
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)		29,6	28,1
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)		10,6	10,6
WONINGEN			
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen			
CBRE Dutch Residential Fund (€)		0,0	61,9
CBRE Dutch Residential Fund (% belang)		0,0	3,5

Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie				
	30-06-2019		31-12-2018	
Direct vastgoed	64.190	36%	68.164	28%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	114.492	64%	174.371	72%
Totaal	178.682	100%	242.535	100%

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in het eerste halfjaar 2019 af met €63,9 miljoen tot €178,7 miljoen, met name door de verkoop van de deelneming in CBRE DRES van €62,0 miljoen, negatief herwaarderingsresultaat van €3,2 miljoen en investeringen €1,3 miljoen. De negatieve herwaardering kwam door de daling van de markthuren van de Lijnbaan.

Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

Onroerend goed in exploitatie		
	30-06-2019	31-12-2018
Stand begin boekjaar	68.164	143.727
Investerings	1.307	13.189
Verhuurkortingen	91	-2.342
Verkopen	0	-88.988
Waarderingsresultaten	-5.372	2.578
Totaal	64.190	68.164

Het gehele directe vastgoed bestaat per 30 juni uit winkels (Lijnbaan), conform jaareinde. In het eerste halfjaar van 2019 heeft de Lijnbaan een negatief herwaarderingsresultaat van €5,4 miljoen na eerdere positieve herwaarderingsresultaten. Dit werd met name veroorzaakt door een daling van de markthuren, wat volgens de taxateur vooral veroorzaakt werd door de afnemende vraag naar relatief grote units in de binnenstad van Rotterdam.

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 is nu Esprit Europe B.V. (30%). Dit is exclusief de panden die in herpositionering zijn.

Huurders direct vastgoed		Percentage
Esprit Europe B.V.		30%
A.S. Watson Property		27%
Bestseller Wholesale Benelux B.V.		22%
Cracks Monobrand B.V.		21%
Totaal		100%

Afloop huurcontracten op basis van jaarhuren per 30-06-2019

In het eerste halfjaar van 2019 hebben zich geen wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand. De gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten is toegenomen tot 2,74 jaar (2018: 2,58 jaar).

In 2019 is ervoor gekozen de objecten die in herpositionering zijn niet mee te nemen in de financiële leegstand. Daardoor is de bezettingsgraad van de portefeuille per 30 juni 2019 100% (31 december 2018: 75%).

De verhouding markthuur/contractuur van de verhuurde units is gestegen naar 122% (102% op 31 december 2018). De markthuren van de portefeuille zijn in 2019 gedaald. De contracturen zijn afgenomen doordat het contract van Esprit Europe B.V. was opgezegd per 31 december 2018. Vervolgens is een tijdelijk contract afgesloten tot halverwege september met een lagere huur.

Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 30 juni 2019 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten

	30-06-2019	31-12-2018
Korter dan 1 jaar	1.126	1.272
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	2.444	2.461
Langer dan 5 jaar	195	344
Totaal	3.765	4.077

Investeringsen

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 2019 €1,3 miljoen geïnvesteerd en verwacht gedurende het jaar nog €2,7 miljoen te investeren in deze herpositionering.

Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

Deelnemingen in vastgoedfondsen

	30-06-2019	31-12-2018
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	174.371	164.877
Verkopen	-62.035	0
Waarderingsresultaten	2.156	9.494
Totaal	114.492	174.371

De beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF, €84,9 miljoen en het ASR DMOF, €29,6 miljoen. Verkopen van €62,0 miljoen betreft de verkoop van de deelneming in CBRE DRES.

Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden per 30 juni 2019 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in het eerste halfjaar toe met €17,3 miljoen tot €200,7 miljoen. Deze stijging werd veroorzaakt door per saldo €16,1 miljoen aankopen, een positief waarderingsresultaat van €11,3 miljoen en verkopen van €10,1 miljoen.

Zie bijlage 2 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille (pagina 59).

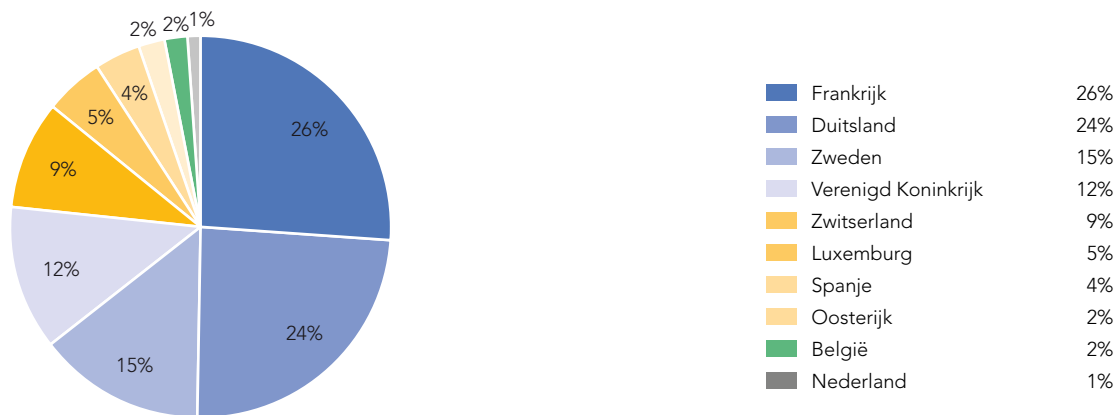
Beleggingen in beursgenoteerd vastgoed

	30-06-2019	31-12-2018
Stand begin boekjaar	183.437	196.716
Aankopen	16.116	48.341
Verkopen	-10.090	-41.712
Waarderingsresultaten	11.256	-19.908
Stand einde boekjaar	200.719	183.437

Het ontvangen dividend uit vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2019 €5,7 miljoen (2,8%) (eerste halfjaar 2018: €6,3 miljoen (3,4%)).

De beleggingen in vastgoedaandelen hadden per 30 juni 2019 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Geografische spreiding vastgoedaandelen per 30-06-2019



De tien grootste posities vertegenwoordigden 56% van de totale waarde van de beleggingen in vastgoedaandelen en bestond uit:

Beleggingen vastgoedaandelen per 30-06-2019



Resultaatontwikkeling

Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over het eerste halfjaar 2019 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaten over het eerste halfjaar 2019

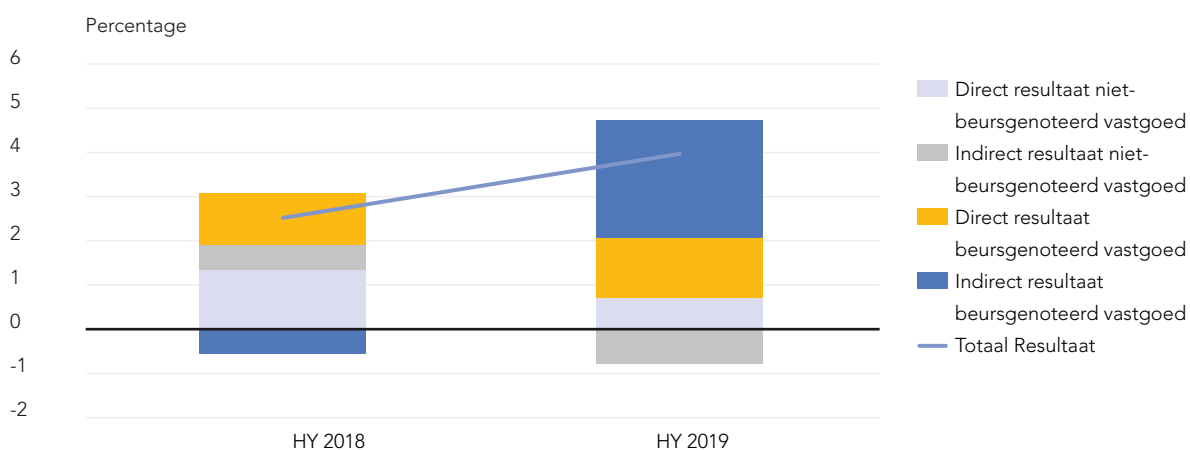
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Totaal opbrengsten uit beleggingen	8.940	14.153
Kosten	-1.311	-1.956
Resultaat uit beleggingen	7.631	12.197
Gerealiseerde waarderingsresultaten	1.015	4.930
Financieringsresultaat	-72	-235
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	8.572	16.892
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	7.018	-4.992
Resultaat na belastingen	15.590	11.900

Resultaat na belastingen steeg in het eerste halfjaar 2019 ten opzichte van het eerste halfjaar van 2018. Dit was onder andere het gevolg van gerealiseerd resultaat op vastgoedfondsen (door de verkoop van de deelneming in CBRE DRES) en ongerealiseerd resultaat op beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Het Fonds behaalde een positief totaal rendement van 4,0% in het eerste halfjaar van 2019 (eerste halfjaar 2018: 2,5%). Het positieve fondsrendement werd behaald door zowel het directe resultaat van 2,1% (eerste halfjaar 2018: 2,5%), als het indirecte resultaat van 1,9% (eerste halfjaar 2018: 1,5%). De waardeveranderingen van de beleggingen waren per saldo €8,0 miljoen. De directe fondskosten bedroegen 0,3% van het vermogen in eerste halfjaar 2019.

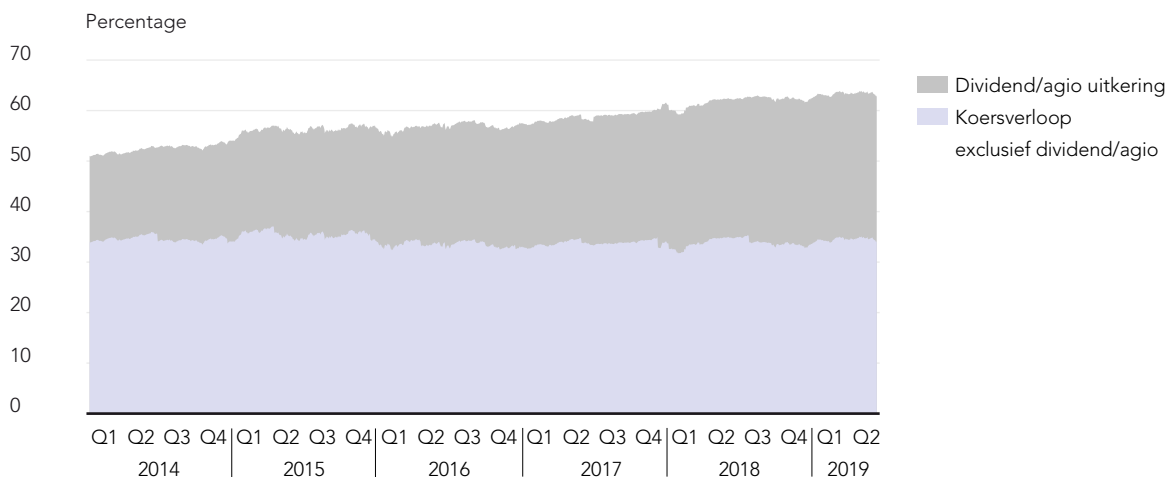
Onderstaande figuur geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands niet-beursgenoteerd vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds vanaf 2015. Daarnaast geeft de verbindingslijn het totale resultaat weer.

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



De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 30 juni 2019 €34,46 (31 december 2018: €33,24). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2019 een positief resultaat per aandeel van €1,29. De koers van het Fonds daalde in het eerste halfjaar van 2019 met €1,25. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2014 ziet er als volgt uit:

Koersontwikkeling 2014 t/m 2019-06 (x 1€)



Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het niet-beursgenoteerd vastgoed over het eerste halfjaar 2019 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed

	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Bruto huuropbrengsten	572	3.891
Exploitatiekosten	-136	-622
Dividend vastgoedfondsen	2.688	3.779
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-3.303	2.972
Gerealiseerd waarderingsresultaat	88	-62
Overige baten & lasten	-2	170
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed	-93	10.128

Door de verkoop van het grootste deel van de directe portefeuille per Q4 2018 en de verkoop van de deelneming in CBRE DRES in januari 2019 vallen de bruto huuropbrengsten, exploitatielasten en dividend ontvangsten lager uit ten opzichte van het eerste halfjaar van 2018.

De daling van het ongerealiseerd waarderingsresultaat is opgebouwd uit de negatieve herwaardering van Lijnbaan (€5,3 miljoen), positieve herwaardering van DMOF (€1,5 miljoen) en een positieve herwaardering van DPRF (€0,5 miljoen). Het gerealiseerde waarderingsresultaat betreft de verkoop van de deelneming in CBRE DRES.

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment				
	6 maanden t/m 30-06-2019		6 maanden t/m 30-06-2018	
Kantoren				
Direct vastgoed	0	0,0%	-150	-1,2%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.525	5,3%	475	1,7%
Subtotaal	1.525	5,3%	325	0,8%
Winkels				
Direct vastgoed	-5.372	-8,2%	-1.163	-0,9%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	544	0,6%	1.011	1,2%
Subtotaal	-4.828	-3,2%	-152	-0,1%
Woningen				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	88	0,4%	2.737	4,9%
Subtotaal	88	0,4%	2.737	4,9%
Totaal	-3.215	-1,9%	2.910	1,1%

Kantorenportefeuille

De belegging in het ASR DMOF liet in het eerste halfjaar van 2019 een positief waarderingsresultaat zien van 5,3% in lijn met de positieve marktontwikkeling op de kantorenmarkt.

Winkelportefeuille

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

De belegging in ASR DPRF heeft in het eerste halfjaar van 2019 een positief waarderingsresultaat laten zien van 0,6%, in lijn met positieve marktontwikkeling voor kwalitatief goed winkelvastgoed op A-locaties.

Woningportefeuille

De belegging in CBRE DRES is geheel verkocht in januari met een verkoopresultaat van €88 duizend. Op de initiële investering ad €50,1 miljoen in 2017 heeft het Fonds een waardeinstijging gerealiseerd van 23,8%.

Resultaatontwikkeling: direct vastgoed

Het totaal resultaat op direct vastgoed is -7,5% veroorzaakt door negatieve herwaardering door daling van de markthuren van de Lijnbaan.

Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €0,6 miljoen en daarmee 0,9% van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2019 ten opzichte van respectievelijk €3,9 miljoen en 2,7% in het eerste halfjaar van 2018. De daling van de bruto huuropbrengsten wordt veroorzaakt door de herpositionering van de Lijnbaan waardoor de huuropbrengsten lager zijn.

Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over het eerste halfjaar 2019 bedroegen €0,1 miljoen in het eerste halfjaar van 2019 en waren hiermee lager dan het eerste halfjaar van 2018 (€0,6 miljoen). Dit wordt met name veroorzaakt door verkopen.

Waarderingsresultaat (direct vastgoed)

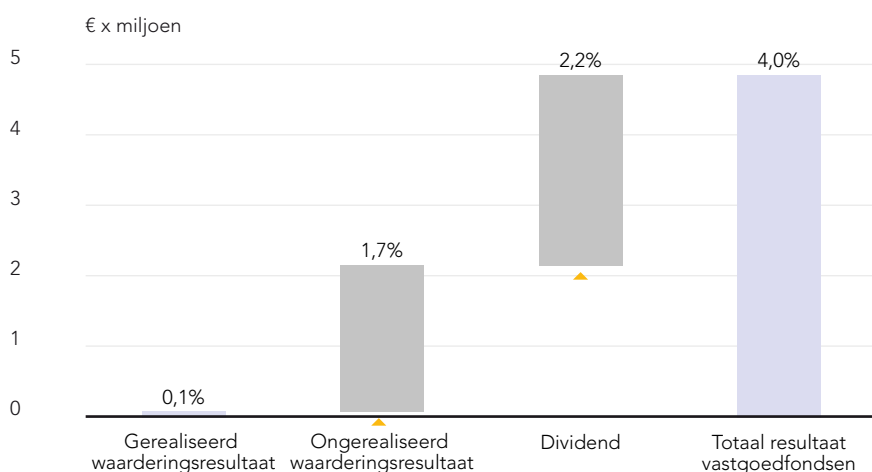
Waarderingsresultaat direct vastgoed				
(bedragen x € 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2019		6 maanden t/m 30-06-2018	
Direct vastgoed				
Kantoren	0	0,0%	-150	-1,2%
Winkels	-5.372	-8,2%	-1.163	-0,9%
Totaal	-5.372	-8,2%	-1.313	-0,9%

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed voor het eerste halfjaar van 2019 is €5,4 miljoen negatief (eerste halfjaar 2018: €1,3 miljoen negatief). De daling van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (8,2% negatief) is gedaald ten opzichte van het eerste halfjaar 2018 (0,9% negatief). Deze daling wordt met name veroorzaakt door verlaging van de markthuurlijnaan.

Resultaatontwikkeling: vastgoedfondsen

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

Vastgoedfondsen, opbouw resultaat eerste halfjaar 2019 (in bedragen en procenten van de waarde)



Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

Waarderingsresultaat vastgoedfondsen				
	6 maanden t/m 30-06-2019		6 maanden t/m 30-06-2018	
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen				
Winkels	544	0,6%	1.011	1,2%
Kantoren	1.525	5,3%	475	1,8%
Woningen	88	0,4%	2.737	5,2%
Totaal	2.157	1,6%	4.223	2,5%

Door de verkoop van het grootste deel van de directe portefeuille per Q4 2018 en de verkoop van de deelneming in CBRE DRES in januari 2019 vallen de bruto huuropbrengsten, exploitatielasten en dividend ontvangsten lager uit ten opzichte van het eerste halfjaar van 2018.

Het waarderingsresultaat van de drie vastgoedfondsen waar het Fonds in belegt hebben een positief resultaat laten zien in het eerste halfjaar van 2019 van €2,2 miljoen (eerste halfjaar 2018: €4,2 miljoen). Het gerealiseerde resultaat van €88 duizend betreft de verkoop van de deelneming in CBRE DRES.

Dividend (vastgoedfondsen)

Het ontvangen dividend over het eerste halfjaar 2019 bedroeg €2,7 miljoen en daarmee 2,2% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen in vastgoedfondsen in het eerste halfjaar van 2019. Voor ASR DPRF en ASR DMOF bedroeg respectievelijk het ontvangen dividend €1,9 miljoen (2,4%) en €0,8 miljoen (2,7%).

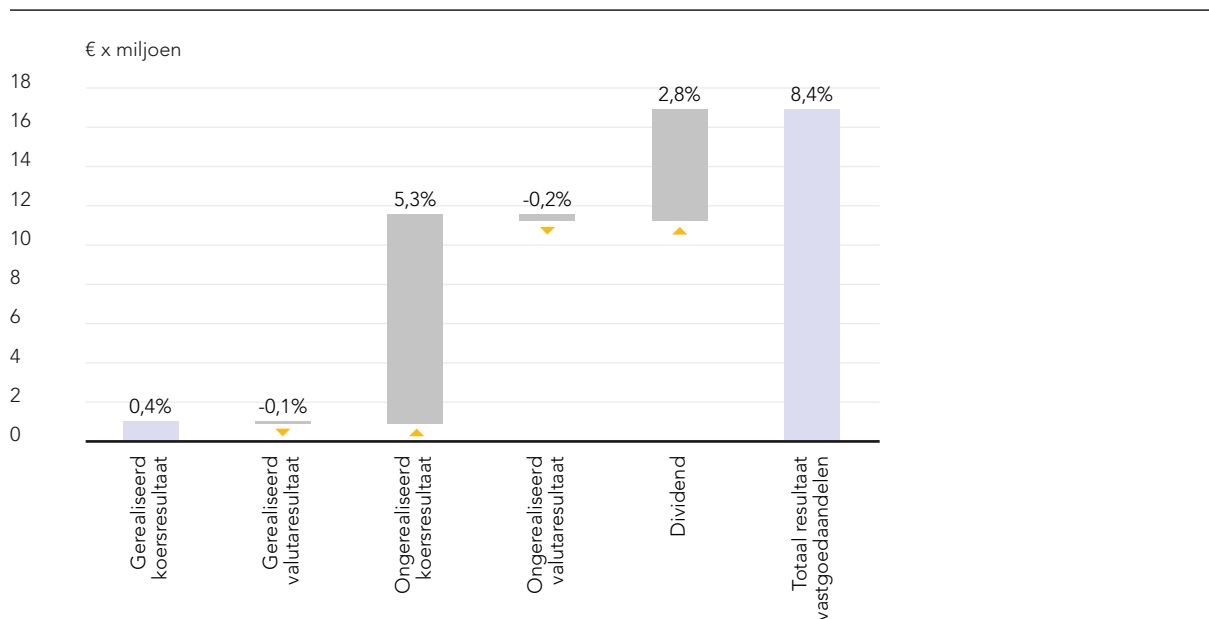
Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het beursgenoteerd vastgoed over het eerste halfjaar van 2019 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat beursgenoteerd vastgoed		
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Gerealiseerd koersresultaat	1.043	5.276
Gerealiseerd valutaresultaat	-116	-284
Ongerealiseerd koersresultaat	10.651	-7.424
Ongerealiseerd valutaresultaat	-322	-521
Dividend	5.682	6.312
Overige koers- en valutaresultaten	-9	-19
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	16.929	3.341

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

Beursgenoteerd vastgoed, opbouw resultaat eerste halfjaar 2019 (in bedragen en procenten van de waarde)



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2019 €11,7 miljoen positief (5,7%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €1,0 miljoen positief (0,4%). Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg €10,7 miljoen positief (5,3%).

Valutaresultaat

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

Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €5,7 miljoen is licht gedaald (2,8%) ten opzichte van het eerste halfjaar 2018 (respectievelijk €6,3 miljoen en 3,5%). De daling wordt veroorzaakt door de verkoop van de deelneming in CBRE DRES. De meeste dividenuitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

Analyse relatieve performance van het Fonds ¹⁾

Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de MSCI IPD Nederland vastgoedindex. In het eerste halfjaar van 2019 werd de performance afgezet tegen de MSCI IPD Nederland vastgoedindex (alle vergelijkbare objecten). In het kader van de veranderde niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille en het nieuwe beleid is per 1 januari 2019 een nieuwe benchmarksamenstelling doorgevoerd. De sector samenstelling van de benchmark wordt aangepast op de actuele portefeuillevordering. Per 30 juni 2019 bestaat de portefeuillevordering voor 83,4% uit winkels en voor 16,6% 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, ASR DMOF & CBRE DRES), voegt het Fonds de resultaten van het vastgoedfonds samen met de resultaten van de directe portefeuille zoals MSCI deze weergeeft. Het Fonds heeft volgens deze methodiek met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een outperformance behaald van 0,2% ten opzichte van de MSCI IPD Nederland vastgoedindex. De portefeuille heeft een rendement behaald van 1,0% (exclusief fondskosten) met een direct rendement van 1,9% en een indirect rendement van -0,9%. De MSCI IPD vastgoedindex behaalde een rendement van 0,8%, met een direct rendement van 2,8% en een indirect rendement van -2,0%. Over het eerste halfjaar van 2019 heeft het fonds hetzelfde rendement behaald als de MSCI IPD vastgoedindex.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille lager dan de benchmark (-1,1% versus -0,6%), dit werd met name veroorzaakt door een lager direct rendement van het fonds (1,7% versus 3,0%) als gevolg van de herpositionering van de Lijnbaan. De kantorenportefeuille presteerde beter (8,9% versus 6,5%) dan de benchmark, waarbij het direct rendement (5,8% versus 4,5%) beter was dan de benchmark. Het hogere direct rendement is met name het gevolg van het hoge directe rendement van ASR DMOF. De woningportefeuille (CBRE DRES) is in januari 2019 verkocht en presenteerde in lijn met 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 in het eerste halfjaar van 2019 0,8% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 8,8%, terwijl de benchmark uitkwam op 8,0%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking). Met name de overweging naar logistieke en kantoorfondsen en onderweging naar winkelfondsen droegen positief bij aan de behaalde outperformance.

Verhouding niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed

In het eerste halfjaar van 2019 bedroeg de verhouding van niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed respectievelijk 48,6% en 51,4%. Doordat de benchmark gewichten worden aangepast op de actuele portefeuillevordering heeft dit geen impact gehad op de performance van het fonds.

Utrecht, 6 september 2019

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE MRICS

De heer drs. M.R. Lavooi RBA

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

Financiële resultaten eerste halfjaar 2019

Balans

Voor resultaatbestemming (bedragen x € 1.000)

Balans			
	Toelichting	30-06-2019	31-12-2018
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	64.190	68.164
- Vastgoedfondsen	1.1	114.492	174.371
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	200.719	183.437
		379.401	425.972
Vorderingen en overlopende posten			
Debiteuren	2.1	79	373
Te vorderen servicekosten	2.2	125	93
Vorderingen en overlopende activa	2.3	3.041	3.169
Belastingvorderingen	2.4	1.648	1.310
		4.893	4.945
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	12.380	25.712
		12.380	25.712
TOTAAL ACTIVA		396.674	456.629
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	11.450	13.400
Agioreserve	4	456.596	517.182
Herwaarderingsreserve	4	26.976	32.257
Overige reserve	4	-116.046	-123.201
Onverdeeld resultaat	4	15.590	5.835
		394.566	445.473
Kortlopende schulden			
Crediteuren	5.1	10	-24
Overige schulden	5.2	1.931	10.646
Overlopende passiva	5.3	167	534
		2.108	11.156
TOTAAL PASSIVA		396.674	456.629

Winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000)

Winst- en verliesrekening			6 maanden t/m	6 maanden t/m
	Toelichting		30-06-2019	30-06-2018
OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN				
Direct vastgoed				
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6		572	3.891
Beursgenoteerde vastgoedaandelen				
Dividend vastgoedfondsen	7		2.688	3.779
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8		5.682	6.312
Interestbaten	9		0	-196
Overige baten & lasten			-2	170
TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN			8.940	13.956
WAARDERINGSRESULTATEN				
Gerealiseerde waardeveranderingen				
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1		0	-62
Gerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.1		88	0
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		1.043	5.276
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1		-116	-284
			1.015	4.930
Ongerealiseerde waardeveranderingen				
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2		-5.372	-1.251
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2		2.069	4.223
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		10.651	-7.424
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2		-322	-521
			7.026	-4.973
Overige koers- en valutaresultaten			-9	-19
TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN			8.032	-62
TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT			16.972	13.894
KOSTEN				
Exploitatiekosten	11.1		-136	-622
Beheerkosten	11.2		-883	-1.067
Administratie kosten	11.3		-142	-136
Interestlasten	11.4		-72	-38
Overige kosten	11.5		-149	-132
TOTAAL KOSTEN			-1.382	-1.995
OPERATIONEEL RESULTAAT			15.590	11.900
Belastingen			0	0
TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN			15.590	11.900

Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	30-06-2019	31-12-2018
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat		15.590	5.854
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-11.122	-6.926
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	3.080	14.763
Verhuurkortingen	1.1	-91	2.342
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-1.307	-13.189
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-16.116	-48.341
Verkopen direct vastgoed	1.1	0	88.987
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	62.035	0
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	10.090	41.712
Mutatie kortlopende vorderingen	2	52	49.163
Mutatie kortlopende schulden	5	-9.046	8.916
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		53.165	143.280
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgekeerd dividend	4	0	-20.159
Inkoop eigen aandelen	4	-66.498	-80.880
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	4	0	-20.733
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		-66.498	-121.772
Netto kasstroom		-13.333	21.508
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		0	-19
Mutatie liquide middelen		-13.333	21.489
Liquide middelen vorig boekjaar		25.712	4.223
Mutatie liquide middelen		-13.333	21.489
Saldo liquide middelen		12.379	25.712

Toelichting

Toelichting op de balans

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

1. Vastgoed beleggingen

1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

Direct vastgoed		
	30-06-2019	31-12-2018
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	68.164	143.727
Investerings	1.307	13.189
Verhuurkortingen	91	-2.342
Verkopen	0	-88.988
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	781
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-5.372	1.797
Totaal	64.190	68.164

Een overzicht van de opbouw van de beleggingen is te vinden in dit halfjaarbericht in bijlage 2 (pagina 59).

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

Direct vastgoed portefeuille		
	30-06-2019	31-12-2018
Winkelportefeuille	64.190	68.164
Totaal	64.190	68.164

Vastgoedfondsen		
	30-06-2019	31-12-2018
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	174.371	164.877
Verkopen	-62.035	0
Gerealiseerd waarderingsresultaat	88	0
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.068	9.494
Totaal	114.492	174.371

Het belang in vastgoed fondsen bestaat uit het ASR Dutch Prime Retail Fund en ASR Dutch Mobility Office Fund. Het belang in CBRE DRES is verkocht begin januari 2019.

1.2 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed		
	30-06-2019	31-12-2018
Stand begin boekjaar	183.437	196.716
Aankopen	16.116	48.341
Verkopen	-10.090	-41.712
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	927	6.146
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	10.329	-26.054
Totaal	200.719	183.437

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in het eerste halfjaar van 2019 was 10,6 (2018: 2,5). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 10,63 betekent dat in 1 jaar 10,63% 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	30-06-2019	31-12-2018
Direct vastgoed	Externe taxaties	64.190	68.164
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde (externe taxaties)	114.492	174.371
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	200.719	183.437

2. Vorderingen en overlopende posten

2.1 Debiteuren

Debiteuren		
	30-06-2019	31-12-2018
Debiteuren	89	399
Voorziening dubieuze debiteuren	-10	-26
Totaal	79	373

De debiteurenpositie is afgenomen ten opzichte van vorig jaar en wordt grotendeels veroorzaakt door betalingen van Ernst & Young Nederland LLP en Mexx Holding Netherlands B.V..

2.2 Te vorderen servicekosten

Te vorderen servicekosten		
	30-06-2019	31-12-2018
Servicekosten	125	93
Totaal	125	93

2.3 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
	30-06-2019	31-12-2018
Dividend vorderingen	805	72
Nog te ontvangen bedragen	790	1.413
Overige vorderingen	1.446	1.684
Totaal	3.041	3.169

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

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

2.4 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	30-06-2019	31-12-2018
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.648	1.310
Totaal	1.648	1.310

3. Overige activa

3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	30-06-2019	31-12-2018
Banksaldi	12.380	25.712
Totaal	12.380	25.712

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds. De positie per jaareinde is ruim €10 miljoen lager dan vorig jaar als gevolg van inkoop eigen aandelen (€66 miljoen), betaling vastgoedaandelen (€10 miljoen) welke ultimo 2018 als nog te betalen waren opgenomen, deels teniet gedaan door de verkoop van de deelneming in CBRE DRES (€62 miljoen).

4. Eigen vermogen

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

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

Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

	Geplaast aandelenkapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
Stand 1 januari 2018	15.816	592.233	42.409	-169.505	59.725	540.678
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	59.725	-59.725	0
Uitkering dividend	0	0	0	-20.159	0	-20.159
Inkoop eigen aandelen	-2.416	-75.051	0	-3.413	0	-80.880
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-10.152	10.152	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	5.835	5.835
Stand 31 december 2018	13.400	517.182	32.257	-123.201	5.835	445.473
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	5.835	-5.835	0
Inkoop eigen aandelen	-1.950	-60.586	0	-3.961	0	-66.497
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-5.281	5.281	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	15.590	15.590
Stand 30 juni 2019	11.450	456.596	26.976	-116.046	15.590	394.566

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	4.191	9.209	13.400
Aandelen transacties	-891	-1.059	-1.950
Totaal	3.300	8.150	11.450

Intrinsieke waarde

	30-06-2019	31-12-2018	31-12-2017
Intrinsieke waarde van het fonds	394.566	445.473	540.678
Uitstaande certificaten	11.450	13.400	15.816
Intrinsieke waarde per certificaat	34,46	33,24	34,19

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

5. Kortlopende schulden

5.1 Crediteuren

Crediteuren		
	30-06-2019	31-12-2018
Crediteuren	10	-24
Totaal	10	-24

5.2 Overige schulden

Overige schulden		
	30-06-2019	31-12-2018
Waarborgsommen	6	5
Nog te betalen beheervergoeding	388	405
Nog te betalen accountantskosten	58	82
Nog te betalen administratievergoeding	101	0
Nog te betalen inzake vastgoedaandelen	0	10.000
Overige kortlopende schulden	1.378	154
Totaal	1.931	10.646

De nog te betalen kosten inzake vastgoed aandelen (€10 miljoen) op 31 december 2018 had te maken met een dubbele betaling van een aankooporder door de betreffende polishouder en is begin januari 2019 terugbetaald. De stijging van de overige kortlopende schulden betreft nog te betalen aankopen van aandelen.

5.3 Overlopende passiva

Overlopende passiva		
	30-06-2019	31-12-2018
Vooruitontvangen huur	167	534
Totaal	167	534

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 geïnteresseerd aan de herpositionering van objecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen in de periode 2017-2019, waarvan ca. €13,4 miljoen tot H1 2019 is uitgegeven.

Bij oplevering van project Coolsingel te Rotterdam aan het ASR DCRF, heeft het Fonds zich geïnteresseerd om toe te treden tot ASR DCRF voor maximaal €30 miljoen.

Het Fonds heeft in 2010 een bankgarantie afgegeven aan Westinvest Gesellschaft für Investmentfonds mbH voor toekomstige huurinkomsten ter hoogte van €0,3 miljoen. De garantie wordt ieder kwartaal verlaagd en heeft een looptijd tot 30 november 2021, 30 juni 2019 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 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Theoretische huuropbrengsten	610	4.742
Leegstand	0	-543
Verhuurkortingen	-38	-308
Bruto huuropbrengsten	572	3.891

7. Dividend vastgoedfondsen

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

8. Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

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

9. Interestbaten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.

10. Waarderingsresultaten

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

10. Waarderingsresultaten

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

10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	0	124
Direct vastgoed negatief	0	-186
Totaal direct vastgoed	0	-62
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	88	0
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	88	0
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	1.043	5.276
Koersresultaat negatief	0	0
Totaal koersresultaat	1.043	5.276
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-116	-284
Totaal valutarresultaat	-116	-284
Totaal gerealiseerde waardeveranderingen	1.015	4.930

10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	190	4.199
Direct vastgoed negatief	-5.562	-5.450
Totaal direct vastgoed	-5.372	-1.251
VASTGOEDFONDSEN		
Vastgoedfondsen positief	2.069	4.223
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	2.069	4.223
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	10.651	0
Koersresultaat negatief	0	-7.424
Totaal koersresultaat	10.651	-7.424
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-322	-521
Totaal valutarresultaat	-322	-521
Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen	7.026	-4.973

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 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Onderhoudskosten	21	96
Vaste lasten	73	190
Leegstand servicekosten	-28	106
Taxatiekosten	13	14
Overige exploitatiekosten	57	216
Totaal	136	622

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

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

11.2 Beheerkosten

Beheerkosten		
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	876	1.059
Bewaarloon Custodian	7	7
Totaal	883	1.066

Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontving in 2019 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:

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

11.4 Interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor aangehouden het rekening courantkrediet.

11.5 Overige kosten

Overige kosten		
	6 maanden t/m 30-06-2019	6 maanden t/m 30-06-2018
Accountantskosten	58	52
Overige kosten	91	80
Totaal	149	132

Accountantskosten

Alle accountantskosten die gemaakt worden om de jaarrekening over een boekjaar te controleren, worden toegerekend aan dat boekjaar. Er zijn geen honoraria betaald voor controleopdrachten en adviesopdrachten anders dan de betaalde honoraria voor de controle van de jaarrekening. De totale fee bedraagt €98 duizend.

Overige kosten

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

Werknemers

Het Fonds heeft in het eerste halfjaar 2019 geen personeel in dienst (2018: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. real estate. De personeelskosten worden door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het Fonds.

Risico's

Financiële risico's

Marktrisico niet-beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten. De waarde van het niet-beursgenoteerd vastgoed kan in Nederland of wereldwijd dalen. Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen naar vastgoedsector gespreid en streeft het Fonds naar beleggingen in strategische steden. Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed loopt het Fonds marktrisico. De waarde van niet-beursgenoteerd vastgoed is doorgaans minder volatiel dan beursgenoteerd vastgoed. Op 30 juni 2019 is €178.682 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2018: €243 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo juni 2019 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 59).

Marktrisico direct vastgoed

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

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

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

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

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

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

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

Marktrisico indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

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

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-8.934	8.934
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-17.868	17.868

Marktrisico op beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed betreft de impact op de waarde van de onderliggende portefeuille als gevolg van veranderingen op financiële markten. De aandelenkoersen van de beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen op de beurzen dalen. Door voldoende spreiding binnen de portefeuille aan te brengen is het mogelijk om een deel van het bedrijfsspecifieke risico weg te diversifiëren, waardoor vooral blootstelling aan marktrisico overblijft. Binnen het Fonds wordt gestreefd naar een optimale beleggingsmix met betrekking tot regio, sector en individuele belegging om risico te mitigeren. Op 30 juni 2019 bedroeg het aandeel in beursgenoteerd vastgoed €201 miljoen terwijl per 31 december 2018 €183 miljoen belegd was in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-10.036	10.036
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-20.072	20.072

Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen zowel naar vastgoedsector als naar Europese regio gespreid. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2019 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 59).

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 €0,1 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

	30-06-2019	31-12-2018
Verstreckte leningen en overige vorderingen	4.893	4.945

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)	30-06-2019	31-12-2018
0 - 30 dagen	76	345
31 - 60 dagen	0	-5
61 - 180 dagen	10	5
181 - 365 dagen	0	54
> 365 dagen	3	0
	89	399
Voorziening dubieuze debiteuren	-10	-26
Debiteurensaldo	79	373

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 2018 en 30 juni 2019 is de bezettingsgraad binnen de directe vastgoedportefeuille toegenomen van 74,6% naar 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 €0,1 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 31 december 2018 was €62 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden, zijnde het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Per 30 juni 2019 was €70 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden.

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

Europese vastgoedaandelen belegt, waardoor de exposure naar individuele valuta beperkt is. In het afgelopen halfjaar werd valutablootstelling niet gehedged. De exposure bedroeg daarmee 11,8% in GBP tegenover 14,7% in SKR en 8,5% in CHF. De exposure naar GBP nam daarmee af ten opzichte van 31 december 2018.

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 2019 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. Inflatarisico 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. Inflatarisico is de afgelopen periode zeer beperkt gebleken.

Liquiditeitsrisico

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

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

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

Het liquiditeitsrisico wordt beheerst door het beheren van financieringsbronnen en het aanhouden van voldoende liquide activa die als dekking voor onvoorzien 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 2018 en 30 juni 2019 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 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed inclusief niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en 35% (met inachtneming van een 15% minus en 15% plus bandbreedte) in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Binnen de direct vastgoedportefeuille vindt spreiding plaats naar winkelpanden en kantoorpanden. Winkels kenmerken zich door een relatief aantrekkelijk en stabiel rendement en deze rendementen hebben een relatief grote correlatie met consumentenbestedingen. Kantoorpanden daarentegen zijn cyclisch van karakter, waardoor timing van aan- en verkopen essentieel is. Mede hierdoor zal de focus binnen de direct vastgoedportefeuille liggen bij winkelpanden. Het beleggingsbeleid hierin is gericht op spreiding ten aanzien van locatie, type beleggingsobject, solvabiliteit van de huurders en expiratedata van huurcontracten. Hierdoor wordt binnen het Fonds en de geldende limieten van het mandaat voldoende spreiding binnen de portefeuille getracht aan te brengen. Per 30 juni 2019 betrof de verdeling 83% in het segment winkels ten opzichte van 17% in het segment woningen 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 aandelenselectie 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 4 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 (17,5% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped, 17,5% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 ex UK Capped en 65% MSCI IPD Nederland). Dit wordt ook wel het relatieve performance risico genoemd. Dit risico wordt gemitigeerd door op maandbasis de performance van het Fonds af te zetten tegen de presentatie van de referentiegroep. Vervolgens worden assetmanagers ter verantwoording geroepen indien dit noodzakelijk blijkt te zijn.

Per 30 juni 2019 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie% respectievelijk% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2018 53% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 40% en het restant 7% 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 2018 en 30 juni 2019 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 2018 en 30 juni 2019 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 2019 heeft het Fonds de jaarlijkse dividenduitkeringen 2018 aan haar Certificaathouders gedaan. Het uitgekeerde dividend bedroeg €11,7 miljoen (€1,02 per aandeel), het dividendrendement bedroeg 3,0%.

Bijlage 1: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2019

Winkels direct vastgoed

Plaats	Straat
Rotterdam	Lijnbaan (8x)

Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen per 30 juni 2019

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang in het onderliggende fonds
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	84.892	5,5%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	29.600	10,6%
Nederland	CBRE Dutch Residential Fund	0	0,0%
		114.492	
Totaal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		114.492	

Bijlage 2: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2019

Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2019			
Land	Naam aandeel	Marktwaarde (x € 1.000)	Belang
België	Cofinimmo	4.393	
		4.393	2,19%
Duitsland	Deutsche Wohnen AG	13.650	
	LEG Immobilien	11.177	
	TAG Immobilien	3.272	
	Vonovia Se	19.740	
		47.839	23,83%
Frankrijk	Fonc.des Regions	7.893	
	Gecina	13.160	
	Icade	6.206	
	Klepierre Sa	7.665	
	Unibail Rodamco	18.182	
		53.106	26,46%
Nederland	Eurocommercial Prop.N.V.	2.681	
		2.681	1,35%
Oostenrijk	Ca-Immobilien-Anlagen	4.522	
		4.522	2,25%
Spanje	Inmobiliaria Colonial Sa	3.134	
	Merlin Properties	5.124	
		8.258	4,11%
Verenigd Koninkrijk	British Land Co. Plc	3.634	
	Cap Count Pty	1.111	
	Derwent London Plc	2.194	
	Great Portland Estates Plc	1.705	
	Hammerson Plc.	576	
	Land Securities Group P.l.c.	4.656	
	Lon & Stam Pty	1.181	
	Segro Plc.	7.353	
	Shaftesbury	1.240	
		23.650	11,78%
Luxemburg	Aroundtown Sa	6.862	
	Grande City Properties Sa	2.915	
		9.777	4,87%
Zweden	Ab Hufvudstaten AB	2.914	
	Castellum AB	6.895	
	Fabege AB.	5.820	
	Fastighets Balder -B	4.121	
	Hemfosa Fastigheter AB	2.166	
	Nyfosa Ab	1.438	
	Wallenstam Ab.	3.253	
	Wihlborgs Fast	2.803	
		29.410	14,65%
Zwitserland	Mobimo Holding Namen	1.987	
	Psp Swiss Property AG	6.885	
	Swiss Prime Site AG	8.215	
		17.087	8,51%
Totaal beleggingen vastgoedaandelen		200.693	100%

Colofon

© 2019

Tekst

a.s.r. real estate

Ontwerp

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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

www.asrrealestate.nl