

# ASR Property Fund N.V.

jaarverslag 2016

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

**ASR Property Fund N.V.**

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

Telefoon: +31 30 257 98 61

[www.asrvastgoedvermogensbeheer.nl](http://www.asrvastgoedvermogensbeheer.nl)

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

# ASR Property Fund

## jaарverslag 2016

### Inhoudsopgave

<b>Kerncijfers</b>	<b>4</b>
<b>Jaarverslag</b>	<b>6</b>
Risico's	22
Portefeuilleontwikkeling	35
Resultaatontwikkeling	41
<b>Jaarrekening</b>	<b>49</b>
Balans per 31 december 2016	50
Winst- en verliesrekening	51
Kasstroomoverzicht	52
Overzicht totaal resultaat	53
Toelichting op de jaarrekening	54
Toelichting op balans per 31 december 2016	61
Toelichting op winst- en verliesrekening	68
Gebeurtenissen na balansdatum	73
<b>Overige gegevens</b>	<b>74</b>
Statutaire regeling resultaatbestemming	74
Controleverklaring van de accountant	75
<b>Bijlage 1: Fiscale aspecten</b>	<b>78</b>
<b>Bijlage 2: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2016</b>	<b>80</b>
<b>Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2016</b>	<b>81</b>

# Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

## Portefeuilleresultaat

(in %)	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Fondsresultaat</b>					
Direct resultaat	3,4%	3,9%	4,4%	5,6%	6,1%
Indirect resultaat	0,4%	3,6%	5,6%	-3,7%	0,7%
Fondskosten	-0,6%	-0,7%	-1,0%	-1,3%	-1,3%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Totaal fondsresultaat</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>9,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Rendement per aandeel</b>					
Uitgekeerd dividend	3,3%	3,3%	4,7%	5,0%	4,8%
Uitgekeerd agio	2,6%	4,1%	3,9%	8,9%	1,7%
Koersrendement	-2,7%	0,1%	0,4%	-13,3%	-1,0%
<b>Totaal rendement per aandeel</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>0,6%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Koersverloop (bedragen in euro's)</b>					
Koers begin periode	34,34	34,31	34,14	39,36	39,74
Fondsresultaat	1,10	2,56	3,11	0,22	2,21
Uitgekeerd agio	-0,89	-1,39	-1,34	-3,49	-0,69
Uitgekeerd dividend	-1,13	-1,14	-1,60	-1,95	-1,90
<b>Koers einde periode</b>	<b>33,42</b>	<b>34,34</b>	<b>34,31</b>	<b>34,14</b>	<b>39,36</b>

## Resultaat per beleggingscategorie

(bedragen in €)	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Niet-beursgenoteerd vastgoed</b>					
<i>Direct vastgoed</i>					
Bruto huuropbrengsten	5,1%	7,1%	7,0%	7,8%	7,6%
Exploitatiekosten	-2,3%	-2,3%	-2,0%	-1,2%	-1,0%
Indirect resultaat	2,6%	-2,7%	-2,3%	-7,6%	-6,3%
Overige baten & lasten	0,8%	0,0%	0,1%	0,0%	0,0%
<i>Totaal direct vastgoed</i>	<i>6,2%</i>	<i>2,1%</i>	<i>2,8%</i>	<i>-1,0%</i>	<i>0,3%</i>
<i>Vastgoedfondsen</i>					
Dividend vastgoedfondsen	4,1%	4,7%	0,0%	0,0%	0,0%
Indirect resultaat	3,1%	1,5%	0,0%	0,0%	0,0%
<i>Totaal vastgoedfondsen</i>	<i>7,2%</i>	<i>6,2%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
<b>Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>6,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>0,3%</b>
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>					
Dividend	3,7%	3,0%	3,4%	4,1%	5,0%
Indirect resultaat	-2,4%	12,1%	19,3%	3,3%	18,0%
<b>Totaal beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>1,3%</b>	<b>15,1%</b>	<b>22,7%</b>	<b>7,4%</b>	<b>23,0%</b>

## Kerncijfers

### Portefeuilleresultaat in bedragen

	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013	31-12-2012
<b>Netto vermogenswaarde fonds</b>	<b>528.496</b>	<b>543.077</b>	<b>511.313</b>	<b>489.085</b>	<b>563.860</b>
Niet-beursgenoteerd vastgoed	278.584	293.311	306.259	316.327	376.989
Beursgenoteerd vastgoed	213.007	241.908	200.959	168.512	184.501
Overige activa	39.709	12.062	15.279	10.309	23.352
<b>Totaal activa fonds</b>	<b>531.300</b>	<b>547.281</b>	<b>522.497</b>	<b>495.148</b>	<b>584.842</b>

### Kernresultaten

	2016	2015	2014	2013	2012
<b>Niet-beursgenoteerd vastgoed</b>					
Bruto huuropbrengsten	9.417	20.996	21.763	26.842	31.254
Exploitatiekosten	-4.323	-6.730	-6.245	-4.163	-4.151
Dividend vastgoedfondsen	3.458	278	0	0	0
<b>Direct resultaat</b>	<b>8.552</b>	<b>14.544</b>	<b>15.518</b>	<b>22.679</b>	<b>27.103</b>
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	5.408	-8.433	-7.483	-22.774	-23.629
Gerealiseerd waarderingsresultaat	1.925	287	359	-3.327	-2.318
Overige baten & lasten	1.533	61	175	6	104
<b>Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>17.418</b>	<b>6.459</b>	<b>8.569</b>	<b>-3.416</b>	<b>1.260</b>
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>					
Dividend vastgoedaandelen	8.399	6.915	6.319	7.743	8.377
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	-5.290	28.186	35.445	6.256	30.103
Overige koers- en valutaresultaten	-99	-9	-14	-51	14
<b>Totaal beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>3.010</b>	<b>35.092</b>	<b>41.750</b>	<b>13.948</b>	<b>38.494</b>
<b>Fondskosten</b>					
Beheerfee	-2.547	-3.072	-4.606	-6.840	-7.135
Administratieve kosten	-258	-256	-255	-268	-263
Overige kosten	-171	-276	-272	-224	-287
<b>Totaal fondskosten</b>	<b>-2.976</b>	<b>-3.604</b>	<b>-5.133</b>	<b>-7.332</b>	<b>-7.685</b>
<b>Financieringskosten (netto)</b>	<b>-156</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-38</b>	<b>-136</b>
<b>Fondsresultaat na belastingen</b>	<b>17.296</b>	<b>37.907</b>	<b>45.153</b>	<b>3.162</b>	<b>31.933</b>

---

# Jaarverslag

De directie biedt hierbij haar jaarverslag aan voor het boekjaar dat geëindigd is op 31 december 2016.

## 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')

## Terugblik 2016 en aandachtsgebieden 2017

Het Fonds bevindt zich momenteel in een fase van transitie conform het beleggingsbeleidsplan, waarbij het beleggingsmogelijkheden in Nederlandse niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen onderzoekt. In de eerste drie kwartalen van 2016 ontbraken de juiste beleggingsmogelijkheden op de juiste momenten voor het Fonds. Het Fonds heeft zich per 15 december 2016 kunnen committeren voor een bedrag van €25 miljoen aan het nieuw opgerichte kantorenfonds van a.s.r. genaamd het Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF'). Naast een belang in ASR DMOF heeft het Fonds zich kunnen committeren voor een bedrag van €50 miljoen aan het CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES'). Het gecommiteerde bedrag zal per 1 april 2017 belegd zijn in CBRE DRES. De investeringen in ASR DMOF en CBRE DRES maken onderdeel uit van de transitie die de portefeuille van het Fonds doormaakt conform het laatst goedgekeurde beleggingsbeleidsplan. Zo zijn in 2016 een aantal niet-strategische kantoren en winkels verkocht in o.a. Breda, Den Bosch, Utrecht, Rotterdam en Zwolle. In combinatie met de relatief langere doorlooptijd van het investeren in niet-beursgenoteerd vastgoed is gedurende 2016 de overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed gehandhaafd.

Ultimo 2016 bestond het Fonds voor 52% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 40% uit beursgenoteerd vastgoed en voor 8% uit overige activa. Het behaalde totaalrendement bedroeg 3,2% na fondskosten. In april 2016 keerde het Fonds het jaarlijkse dividend uit aan haar Certificaathouders, daarnaast heeft het Fonds in december 2016 een agio-uitkering gedaan.

Het Fonds behaalde met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een positief rendement van 7,1%, waarvan 4,1% direct rendement bedroeg. De IPD/ROZ Vastgoedindex behaalde een rendement van 12,2%, met een direct rendement van 4,6%. De winkel- en kantorenportefeuille van het Fonds presteerden ten opzichte van de benchmark relatief goed. Echter door het uitzonderlijke totaalrendement van woningen in de benchmark en het ontbreken van woningen in de portefeuille van het Fonds wijkt het behaalde totaalrendement af van de benchmark. Op pagina 47 wordt de relatieve performance van het Fonds nader toegelicht.

Het Fonds heeft met haar belang in Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen, ondanks een relatief minder jaar voor deze sector, een positief resultaat van 1,3% behaald. De benchmark van de portefeuille beursgenoteerd vastgoed behaalde een resultaat van 0,01% in 2016, terwijl de EPRA Developed Europe Index een resultaat van -4,5% behaalde (EPRA, 2017). Met name Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen lieten in 2016 een relatief groot koersverlies zien. Doordat de portefeuille van het Fonds een gelimiteerde exposure heeft naar Britse beursgenoteerd

## Jaarverslag

vastgoedfondsen is het koersverlies beperkt gebleven. Het Fonds begon het jaar met een overwogen positie in Europees beursgenoteerd vastgoed. In de dagen naar aanloop van het Britse EU-referendum stegen de Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen in waarde door de verwachting dat er geen Brexit zou komen.

Als gevolg van het positieve sentiment op de financiële markten die hierdoor ontstond, steeg de beursgenoteerde vastgoedportefeuille in omvang naar de bovenkant van de toegestane bandbreedte. Medio 2016 is er besloten om de overwogen positie af te bouwen om er zeker van te zijn dat de beursgenoteerde vastgoedportefeuille binnen de toegestane bandbreedtes zou blijven en om de waardevermindering van de vastgoedaandelen in aanloop naar het Britse EU-referendum te realiseren.

Vanaf pagina 16 van het jaarverslag zal dieper worden teruggeblikt op de ontwikkelingen van de portefeuille beursgenoteerd vastgoed gedurende 2016.

Het jaar 2016 kende net als het voorgaande jaar een aantal significante faillissementen van retailers, waaronder Aktiesport, Hout-Brox, Scheer & Foppen, McGregor en MS Mode. De genoemde faillissementen hadden minder impact op de portefeuille van het Fonds dan de faillissementen in voorgaande jaren. Een groot aantal van de failliete retailers maakten een doorstart of waren geen huurder van het Fonds. In 2016 ondervond het Fonds de (financiële) gevolgen van het in december 2015 failliet verklaarde V&D, waaronder leegstand in twee warenhuizen in de portefeuille. Medio 2016 heeft het Fonds besloten een huurovereenkomst aan te gaan met het Canadese Hudson's Bay voor het object in Amersfoort. Voor het object in Bergen op Zoom wordt er momenteel gekeken naar een passende huurder of alternatieve mogelijkheid.

In het lopende jaar zal het fondsteam het goedgekeurde beleggingsbeleidsplan 2017 – 2019 zoveel mogelijk implementeren in het Fonds. Hierbij worden beleggingsmogelijkheden in Nederlands woningvastgoed verder onderzocht. Het Fonds heeft in principe de voorkeur voor investeringen in niet-beursgenoteerde woningfondsen, maar heeft daarnaast ook de mogelijkheid om in direct vastgoed te investeren.

Het toevoegen van het vastgoedsegment woningen kan positief bijdragen aan de (relatieve) performance en diversificatie van het Fonds. Momenteel heeft het Fonds geen woningen in de niet-beursgenoteerde portefeuille. Tevens zal er voor de bestaande portefeuille worden onderzocht hoe deze geoptimaliseerd kan worden.

De Raad van Advies is gedurende 2016 in totaal vijf keer bijeen gekomen, de directie van het Fonds kwam twaalf keer bijeen. Tijdens de vergaderingen zijn onder andere de volgende onderwerpen aan bod gekomen:

- Fondsstructuur ASR Property Fund
- Invulling voormalige V&D panden
- Beleggingsbeleidsplan 2016 – 2020 en 2017 – 2019
- Jaarverslag 2015
- Dividendvoorstellen 2016
- (Des-)investeringsvoorstellen
- Halfjaarbericht 2016
- ASR Dutch Mobility Office Fund
- CBRE Dutch Residential Fund

## Doel van het Fonds & strategie

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 meest recente beleggingsbeleidsplan van het Fonds is dit vertaald in een doelstelling van een totaalrendement van 4% – 6% over meerdere jaren.

## Jaarverslag

Het Fonds streeft er momenteel naar, conform het beleggingsbeleidsplan, om 65% (met in achtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed inclusief niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en 35% (met in achtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

De portefeuille beursgenoteerde vastgoedaandelen bestaat uit Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Met deze verdeling wil het Fonds voldoende van het karakter van direct vastgoed behouden in combinatie met de aantrekkelijke rendementen en betere liquiditeit van beursgenoteerde vastgoedaandelen. Hiermee is de portefeuille gespreid over meerdere economieën en vastgoedmarkten in Europa.

Met een portefeuille samengesteld uit niet-beursgenoteerd vastgoed en Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft het Fonds een unieke positie in het spectrum aan mogelijkheden voor particuliere beleggers. Particuliere beleggers kunnen enkel beleggen in het Fonds via polissen van a.s.r.

Direct vastgoed en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen geven de stabiliteit die de beleggingscategorie vastgoed kenmerkt doordat de sentimenten op de beurs minder impact hebben op de waardering. De beursgenoteerde vastgoedaandelen bieden door hun liquiditeit de flexibiliteit om bijvoorbeeld op de kortere termijn op ontwikkelingen in te spelen. Deze unieke combinatie is normaal gesproken alleen voor de grotere instituten bereikbaar. Het ASR Property Fund voert deze strategie voor de polishouders van a.s.r.

Het Fonds maakt geen gebruik van derivaten en beschikt sinds medio 2012 over een rekening-courant faciliteit bij ABN AMRO Bank N.V. Deze faciliteit maakt het mogelijk tijdelijke financieringsbehoefte op te vangen. In 2016 werd geen gebruik gemaakt van deze faciliteit.

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

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.

De directie heeft in 2015 en 2016 een gedeelte van de directe vastgoedinvesteringen van het Fonds omgezet in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee kan het Fonds participeren in portefeuilles in de meest stabiele en aantrekkelijke vastgoedmarkten met een grotere spreiding dan het Fonds met haar eigen middelen zelf zou kunnen bewerkstelligen. Het Fonds heeft nu spreiding over direct vastgoed, beursgenoteerde vastgoedaandelen en niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.

Het beleggingsbeleid voor de gehele portefeuille wordt afgezet tegen een benchmark bestaande uit de IPD index voor niet-beursgenoteerd vastgoed en de EPRA (liquid 40) index voor beursgenoteerd vastgoed. Deze benchmark had in 2016 dezelfde strategische verdeling als de portefeuille (65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% vastgoedaandelen).

In de afgelopen jaren bleek dat bij een turbulente markt en/of een markt met beperkte mogelijkheden voor aan- en verkopen van (direct) vastgoed, de samenstelling van de portefeuille moeilijk in de richting van de benchmark bijgestuurd kan worden. Door de strategische verdeling van de benchmark jaarlijks vast te stellen als onderdeel van het beleggingsbeleidsplan blijft deze representatief voor de daadwerkelijke samenstelling van de beleggingsportefeuille van het Fonds.

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



## Jaarverslag

### Structuur

Het Fonds heeft geen personeel in dienst. ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V. (hierna 'a.s.r. vv') is aangesteld als manager van het Fonds. Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. vv 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. vv heeft veel ervaring in vastgoedvermogensbeheer en het aansturen van managers van vastgoedaandelen. a.s.r. vv belegt actief in onder meer winkels, woningen, kantoren en agrarisch vastgoed.

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

Vanaf juli 2014 geldt de AIFM-richtlijn. Deze Europese richtlijn (2011/61/EU) introduceert geharmoniseerde regels voor beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen, waaronder ook de manager van het Fonds valt. De manager van het Fonds heeft haar aanvraag voor het verkrijgen van de AIFMD-vergunning ingediend en het Fonds is in juli 2014 aangemeld als beleggingsinstelling onder AIFMD. Deze vergunning is in februari 2015 verkregen.

Tevens eist de AIFMD dat managers van fondsen hun participanten gelijk behandelen voor wat betreft kosten en voorwaarden voor dienstverlening. Het Fonds heeft naar aanleiding van deze ontwikkelingen haar kostenstructuur aangepast en opgenomen in haar nieuwe prospectus. Dit sluit tevens aan op het provisieverbod voor onder andere banken dat in 2014 is ingegaan. Sindsdien is het voor deze instituten verboden om vergoedingen (provisies) van beleggingsfondsen te ontvangen. Doel van dit provisieverbod is het versterken van de onafhankelijkheid en transparantie van (beleggings-) dienstverlening. Ook moeten de kosten voor de dienstverlening inzichtelijk zijn. Als gevolg daarvan verlagen veel vermogensbeheerders de beheervergoeding van hun fondsen, onder simultane afschaffing van de distributievergoeding.

### AIFMD-rapportage – Fondsrestricties

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) heeft a.s.r. vv in het eerste kwartaal van 2015 de AIFM-vergunning verstrekt. Als gevolg hiervan is het Fonds verplicht uitgebreid te rapporteren over risico's en restricties. De manager van het Fonds rapporteert elk kwartaal aan de DNB over resultaten en risico's. De (financiële) restricties waaraan het Fonds dient te voldoen zijn onder meer de volgende:

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

Gedurende geheel 2016 voldeed het Fonds aan deze restricties.

## Jaarverslag

### Bewaarder

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. wv 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 bewaarder heeft over 2016 toezicht gehouden en verklaard het volgende:

Overwegende:

- BNP Paribas Securities Services ('de bewaarder') is aangesteld om op te treden als bewaarder van ASR Property Fund N.V. uit hoofde van artikel 21(1) van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (2011/61/EU) ('AIFM Richtlijn').
- De aanstelling van de bewaarder en de gemeenschappelijke rechten en plichten van de beheerder en de bewaarder zijn overeengekomen in de bewaarovereenkomst dd 05-05-2014 (amendment 09-02-2015) die tussen deze partijen is gesloten, en de daarbij behorende bijlagen (de 'bewaarovereenkomst').
- De bewaarder verstrekt deze verklaring uitsluitend aan de beheerder in kader van de door de beheerder uitgevoerde activiteiten en heeft betrekking op de periode van 1 januari 2016 tot en met 31 december 2016 ('de verslagperiode').

#### Verantwoordelijkheden van de bewaarder

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

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

#### Verklaring van de bewaarder

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

#### Overig

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

## Jaarverslag

### Governance

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

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

Per 17 juli 2014 is, in het kader van AIFMD, de Raad van Toezicht veranderd in een Raad van Advies voor het Fonds. Deze Raad van Advies is ingesteld door de directie van het Fonds en heeft per deze datum de volgende drie leden:

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

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

De Raad van Advies richt zich op het adviseren inzake de beleggingsstrategie en inzake de overeenkomst met de manager. De Raad van Advies komt minimaal 4 keer per jaar bijeen.

De directie van het Fonds vraagt in ieder geval het advies van de Raad van Advies ten aanzien van elk voorgenomen besluit omtrent:

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

## Jaarverslag

### Duurzaamheid

ASR Nederland N.V. ondertekende eind 2011 de United Nations Principals for Responsible Investment (hierna 'UNPRI') en onderschrijft daarmee de wereldwijde standaard van 'best practices', met het doel om maatschappelijk verantwoord beleggen te stimuleren. Bij het beheer van het Fonds wordt gestreefd om te voldoen aan de UNPRI. Dit geldt zowel voor het direct vastgoed, de participaties in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen als voor de vastgoedaandelen.

De exploitatie van het Fonds vindt zoveel mogelijk plaats in samenwerking met toeleveranciers die binnen hun bedrijfsvoering en geleverde diensten invulling geven aan maatschappelijk verantwoord ondernemen. Daarnaast wordt waar mogelijk de huurder gestimuleerd om maatregelen te nemen om het energieverbruik te reduceren.

Sinds 2016 heeft de manager van het Fonds formeel een MVO-beleidsplan gepubliceerd, welke eveneens van toepassing is op het Fonds. Verantwoord vermogensbeheer is prioriteit nummer één bij a.s.r. vastgoed vermogensbeheer. Daarom wil deze manager investeren in vastgoed waarin retailers, bedrijven, agrariërs en huishoudens nu en in de verre toekomst willen werken, winkelen of wonen. Dat is het uitgangspunt bij de benadering van duurzaamheid en maatschappelijke verantwoordelijkheid nemen. Wat a.s.r. vv betreft is het niet mogelijk om rendementen voor de lange termijn te garanderen als objecten niet duurzaam aantrekkelijk zijn voor gebruikers. Verantwoord ondernemen gaat verder dan alleen het duurzaam beheren van vastgoed. a.s.r. vv wil bijdragen aan het milieu én de maatschappij. Onder andere door het voeren van een maatschappelijk verantwoord beleggingsbeleid en het bieden van stage- en traineeplekken. Daarnaast streeft a.s.r. vv naar tevreden en duurzaam inzetbare medewerkers die zich bewust zijn van hun eigen rol in en hun bijdrage aan maatschappelijk verantwoord ondernemen. Het Fonds committeert zich aan deze visie.

#### Direct vastgoed

Het duurzaamheidsbeleid voor de directe vastgoedportefeuille van het Fonds wordt jaarlijks getoetst en transparant gemaakt in de vorm van de Global Real Estate Sustainability Benchmark (GRESB). GRESB is een onafhankelijke, wetenschappelijke benchmark die het duurzaamheidsbeleid en de implementatie hiervan van vastgoedportfolio's en fondsen wereldwijd toetst. Het Fonds heeft voor de uitvoering van haar duurzaamheidsbeleid de onderscheiding 'Green Talker' toegewezen gekregen. Het Fonds heeft als doel om deze score (continue) te verbeteren.

#### Vastgoedfondsen

Naast de directe vastgoedportefeuille participeert het Fonds in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen die bij voorkeur een helder MVO-beleid hebben en naleven. Het MVO-beleid van bijvoorbeeld het ASR DPRF richt zich op het optimaal faciliteren van huurders en aandeelhouders door te streven naar winkels en winkelgebieden met lange termijn waarde vanuit financieel en maatschappelijk perspectief. Dat doet het ASR DPRF op een verantwoorde manier, met betrokken en bewuste partners en medewerkers.

#### Beursgenoteerde Vastgoedaandelen

De manager van het Fonds is periodiek in gesprek met de beheerder van de beursgenoteerde vastgoedaandelen AXA omtrent duurzaamheid. Hierbij wordt gelet op de 'Environmental', 'Social' en 'Corporate Governance'-factoren (ESG) bij het selecteren van beursgenoteerde vastgoedfondsen.

### Waardering van direct vastgoed

De manager participeert met het vastgoed van het Fonds in de ROZ IPD index, zowel aan de kwartaalindex als de jaarindex. Deelname aan de index schrijft voor dat al het vastgoed ten minste

---

## Jaarverslag

jaarlijks wordt getaxeerd conform voorgeschreven richtlijnen inclusief de 28 aanbevelingen van IVBN inzake taxaties. Het vastgoed van het Fonds wordt vier keer per jaar getaxeerd door meerdere onafhankelijke, externe taxatiebureaus. Eén keer per jaar conform de ROZ IPD richtlijnen en drie keer per jaar door middel van marktupdates (desktop taxaties). Voorts wordt per drie jaar gewisseld van taxateurs. Hiermee wordt de visie van externe experts op de portefeuille regelmatig ververs. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar portefeuille marktconform is vastgesteld.

## Economische ontwikkelingen

### Conjuncturele ontwikkelingen

De Nederlandse economie heeft in 2016 een goed jaar achter de rug. In het eerste en tweede kwartaal bedroeg de economische groei ieder kwartaal 0,7% en in het derde kwartaal van 2016 0,8%. Ten opzichte van een jaar eerder is de omvang van de economie in het derde kwartaal met 2,4% gegroeid (CBS, 2017). Enerzijds is de groei te danken aan de toenemende wereldeconomie en anderzijds door binnenlandse ontwikkelingen. Zo zijn de consumptieve bestedingen van consumenten, door koopkrachtverbeteringen in combinatie met een florierende woningmarkt, debet aan een solide groei. In vergelijking tot Europa is de Nederlandse economie sterk gegroeid. De economische groei van Europa (EU28) bedroeg namelijk 1,9% (Eurostat, 2016).

De stemming onder consumenten is in 2016 licht verbeterd en inmiddels gestaag gegroeid naar het hoogste niveau sinds augustus 2007. Eind 2016 bedroeg de indicator +12 terwijl dit eind 2015 nog +6 bedroeg. De gestage groei is gezien de economische verbetering nog marginaal te noemen. Het vertrouwen van de consument is terughoudend vanwege meer externe factoren zoals geopolitieke verhoudingen (onder andere Brexit, toekomst Europa en verkiezingen in de VS), migrantencrisis en terrorisme.

Het verbeterde vertrouwen van consumenten blijkt ook uit de gestegen consumentenbestedingen. In het derde kwartaal van 2016 lagen de bestedingen 2,7% hoger dan het jaar daarvoor. Consumenten hebben meer besteed aan duurzame goederen, zoals kleding, schoenen, huishoudelijke apparaten en woninginrichting. Daarnaast hebben consumenten meer aan voedings- en genotmiddelen besteed (CBS, 2017).

De Nederlandse arbeidsmarkt is het afgelopen jaar eveneens verbeterd. Het aantal banen is met 92.000 banen toegenomen en de werkloosheid is afgenomen. Voor het eerst sinds begin 2012 is het aantal werklozen afgenomen tot onder een half miljoen, namelijk 499.000 (CBS, 2017). Daarmee is circa 5,6% van de beroepsbevolking werkloos.

De inflatie is in 2016 gemiddeld uitgekomen op 0,3%. Dit is de laagste prijsstijging voor consumenten sinds 1987. Met name de lagere olieprijs zorgden voor het lagere inflatieniveau (CBS, 2017). In 2014 en 2015 was de inflatie ook al laag, namelijk 1,0% en 0,6%. In de laatste maanden van 2016 is de inflatie opgelopen tot circa 1,0%, mede doordat het effect van lagere olieprijs langzaam verdwijnt. De Nederlandse inflatie volgens de HICP (Harmonised Index of Consumer Prices) ligt lager en bedraagt 0,1%, en daarmee net onder het niveau van de eurozone (=0,2%) (CBS, 2017).

### Direct vastgoed: de Nederlandse beleggingsmarkt

Het beleggingsvolume in Nederlands direct vastgoed is wederom gestegen. In 2016 bereikte het volume het hoogste niveau in jaren. Met een totaal volume van circa €13,5 miljard is het volume met ruim €1,5 miljard toegenomen ten opzichte van 2015 (CBRE, 2017). Met name het laatste kwartaal van 2016 zijn er nog enkele grote transacties gedaan (circa €5,8 miljard). Over het totaal bezien waren investeringen in kantoren (€5,8 miljard) en woningen (€3,3 miljard) het meest in trek. Het beleggingsvolume in bedrijfsruimte is met €1,2 miljard stabiel gebleven en voor winkelvastgoed lag het volume met €1,8 miljard lager dan vorig jaar (CBRE, 2017).

## Jaarverslag

Het totaalrendement op vastgoed lag in 2016 volgens de IPD/ROZ Vastgoedindex van de Investment Property Databank (IPD) op 12,2% (alle vergelijkbare objecten). Het rendement ligt daarmee in vergelijking tot 2015, namelijk 8,8%, beduidend hoger. Het verbeterde resultaat in 2016 werd met name door woningbeleggingen bereikt. Het direct rendement kwam het afgelopen jaar uit op 4,6% en de waardegroei bedroeg 7,3%. Woningbeleggingen bereikte in 2016 een totaalrendement van maar liefst 16,2%. Dit goede rendement is ingegeven door een sterke waardeontwikkeling (11,6%) en een stabiel direct rendement (4,2%). Het totaalrendement voor winkels kwam uit op 4,4%. Het direct rendement kwam het afgelopen jaar uit op 5,2% en de waardegroei van winkels was licht negatief (-0,7%). Het totaalrendement op kantoren bedroeg in 2016 10,8%. De waardegroei op kantoren was een aantal negatieve jaren weer positief en bedroeg 5,4%. Het direct rendement bedroeg 5,1%.

## Direct vastgoed in Nederland: de ontwikkelingen

### Detailhandelsomzetten continueren groei, online omzet zet onverminderd door

De detailhandelsomzetten hebben in 2016 wederom een verbetering laten zien. Op basis van cijfers in het derde kwartaal van 2016 is er in de detailhandel 1,2% meer omzet dan een jaar eerder (CBS, 2016). Inmiddels groeit de omzet al acht kwartalen op rij. Het economisch herstel en een sterke woningmarkt zijn voor de detailhandel belangrijke drivers geweest om de groei te continueren. De omzetgroei komt uit de gehele breedte, naast de gestegen prijzen namen ook de verkopen (het volume) weer toe. De volume-groei kwam uit op 0,8% (CBS, 2016). Binnen de detailhandel was vooral de omzet bij winkels in voedings- en genotmiddelen en een aantal deelbranches in de non-food, zoals doe-het-zelfzaken en woonwinkels, hoger.

Desalniettemin is er nog steeds een tweedeling tussen winkels in voedings- en genotmiddelen en winkels in non-food. Winkels in voedings- en genotmiddelen hebben in het derde kwartaal 2,4% meer omzet behaald dan in dezelfde periode vorig jaar. Daarmee is dit sinds 2008 de sterkst gemeten groei. De prijzen stegen met circa 0,9% en volumes namen met 1,5% toe. Voor winkels in de non-foodsector ligt de situatie nog anders. In het derde kwartaal werd 0,6% minder omgezet dan een jaar eerder. Met name tegenvallende verkopen (volumes) namen met 1,3% nog wat sterker af, terwijl de prijzen 0,7% hoger lagen een jaar eerder. De opmars van onlineverkopen zet onverminderd door. De omzet uit onlineverkopen binnen het midden- en grootbedrijf is met circa 18,6% toegenomen ten opzichte van een jaar eerder. De groei is zowel bij de online-aanbieders (21,7%) als de multichannelretailers (14,7%) (CBS, 2016).

### Faillissementen op een laag niveau

Het aantal detailhandelsbedrijven dat een faillissement aanvraag was op het laagste niveau sinds dertien jaar. Waar in 2015 nog 538 detaillisten faillissement aanvraagden, waren dat in 2016 een krappe 500. Ten opzichte van 2013 is dat ongeveer de helft minder. MS Mode, McGregor, Scheer & Foppen, Hout-Brox, Foto Klein, La, Unlimited Sports Groep (Perry Sport, Aktiesport) zijn bekende retailers die failliet zijn gegaan. Een groot deel van deze retailers heeft een doorstart gemaakt of is overgenomen door een branchegenoot.

### Leegstand winkels daalt, met name door onttrekking

De leegstand van winkels naar verkooppunten is eind 2016 gedaald van 7,4% naar 7,2% (Locatus, 2017). Ondanks dat er door het faillissement van V&D eind 2015 veel meters en panden beschikbaar zijn gekomen, is voor een groot deel tijdelijke of definitieve oplossing gevonden. De daling van leegstand is met name ingegeven door onttrekkingen aan de voorraad. Ruim 500 panden (300.000 m<sup>2</sup>) is onttrokken, waarvan het merendeel is getransformeerd naar woningen. Daarnaast zijn er ruim 1.000 horecabedrijven bijgekomen die vrijwel volledig in leegstaande winkelpanden zijn ondergebracht. De divergentie tussen de grote en overige steden is nog steeds zichtbaar. In de middelgrote steden is de leegstand gestegen naar 12,3% (was 11,9% in 2015) (Locatus, 2017).

## Jaarverslag

### Divergentie in winkelhuurprijzen

Het gemiddelde huurprijsniveau in Nederland is in 2016 met 4,2% afgenomen (JLL, 2017). Uit het jaarlijkse onderzoek van JLL blijkt dat in 65% van de onderzochte locaties de huurprijzen zijn gedaald. Met name de kleine en middelgrote steden zijn de huurprijzen fors gedaald, namelijk 7,7%. Deze steden kampen met een teruglopende vraag van retailers en hebben een hoge leegstand, waardoor de prijzen sterk onder druk staan. In de populaire winkelgebieden zijn huurprijzen stabiel gebleven of gestegen. Met name in Amsterdam is er sprake van een sterke huurgroei vanwege de internationale aantrekkingskracht, maar ook de bereikbaarheid van sommige locaties is of zal op korte termijn verbeterd worden door infrastructurele werken (bijvoorbeeld Noord/Zuid lijn).

### Leegstand Nederlandse kantorenmarkt neemt substantieel af, divergentie neemt toe

Het afgelopen jaar is de leegstand op de kantorenmarkt substantieel gedaald, namelijk met bijna 1,0 miljoen m<sup>2</sup>. In totaal stond ultimo 2016 ongeveer 6,9 miljoen m<sup>2</sup> kantoorruimte leeg in Nederland, dat is circa 14% van de kantorenvorraad (C&W, 2017). De belangrijkste reden hiervoor is het toenemende aantal m<sup>2</sup> verouderde kantoorruimte dat aan de markt onttrokken wordt. In 2016 is bijna 750.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte onttrokken aan de voorraad. Dit is ten opzichte van het jaar 2015, toen een recordmetrage aan de markt is onttrokken, circa 15.000 m<sup>2</sup> lager. In 2014 lag het aantal onttrekkingen rond de 650.000 m<sup>2</sup>. Daarmee blijft het aantal onttrekkingen al drie jaar op rij op een hoog niveau. Een groot aandeel van deze kantoren is omgebouwd naar woonruimte, in 2016 maar liefst 92% (Dynamis, 2017).

Een tweede belangrijke verklaring voor de daling van het aanbod is de toename van het aantal effectieve opnames. In 2015 was dat nog minder het geval. In de markt is nu voorzichtig terug te zien dat een groter aantal kantoorgebruikers, vanwege groei, meer kantoorruimte aanhuren dan dat ze nu in gebruik hebben. Daarnaast oefenen meer startups vraag uit op de kantorenmarkt.

In totaal is in 2016 in Nederland circa 1,25 miljoen m<sup>2</sup> kantoorruimte opgenomen, ongeveer 4% meer dan het jaar daarvoor (C&W, 2017). Deze nog altijd relatief lage opname is net als in voorgaande jaren grotendeels een gevolg van reorganisaties, bedrijfsconcentraties en de invoer van het nieuwe werken. Aan de andere kant zijn er inmiddels ook bedrijven die een (substantiële) groei laten zien, waaronder een aantal ICT- en thuiswinkelorganisaties. Ondanks het grote aantal onttrekkingen en de aantrekkende vraag is het aanbod nog altijd hoog te noemen. Het beeld verschilt echter sterk per (type) gemeente.

De G4 laat een enigszins gemengd beeld zien rond het landelijke gemiddelde: Utrecht 10%, Amsterdam en Den Haag 11% en Rotterdam 18%. In een groot aantal satellietsteden, zoals Almere, Capelle a/d IJssel, Nieuwegein, Schiedam en Zoetermeer ligt het percentage nog altijd aanzienlijk hoger, tot (ruim) boven de 20%. Maar ook enkele middelgrote steden - veelal buiten de Randstad - kennen percentages die ruim boven het Nederlandse gemiddelde liggen, zoals bijvoorbeeld Assen, Breda, Deventer, Hengelo en Zwolle. Er is mede hierdoor nog altijd een duidelijke tweedeling te zien op de kantorenmarkt: aan de ene kant kansrijke gebouwen (nieuw, nabij voorzieningen, op een kantorenpark en in de grote steden), aan de andere kant de kansloze gebouwen (oud, slecht bereikbaar, solitair gelegen, ver van voorzieningen en in de kleine gemeenten).

### Woningtekort blijft toenemen, bouwvergunningen stijgen

Nederland is onderhevig aan demografische verandering; het bevolkingsaantal neemt toe, het aantal huishoudens blijft stijgen en de gemiddelde huishoudensgrootte daalt al geruime tijd. Deze veranderingen zorgen, tezamen met het relatief lage aantal gebouwde woningen voor een blijvend tekort aan woningen. Sinds de crisis daalde tot 2014 het aantal afgegeven bouwvergunningen.

De toename in 2014 en 2015 heeft zich - ondanks de stijgende vraag naar woningen - echter niet doorgezet in 2016, welke een daling van 9% laat zien ten opzichte van een jaar eerder (CBS, 2017). Het absoluut aantal vergunningen ligt in 2016 ook ruim onder het gemiddelde van de afgelopen 15 jaar. Voornamelijk in de Randstad en grote steden leiden de bovenstaande ontwikkelingen tot een

## Jaarverslag

structureel tekort aan woningen. In meer perifere regio's met een teruglopende of gelijkblijvende bevolking is dit structureel tekort minder aan de orde. In Amsterdam en Utrecht blijft het woningtekort in met name het huursegment aanzienlijk.

### Nederlandse koopwoningenmarkt trekt verder aan

Na het sterke herstel van de koopwoningenmarkt in 2015 is ook in 2016 de Nederlandse koopwoningenmarkt sterk verbeterd. De vraag naar woningen is hoog, de economische vooruitzichten worden beter en daarmee stijgt ook de prijs. Gemiddeld zijn de woningprijzen met 5,0% toegenomen in een jaar tijd. Daarmee is sprake van de grootste prijsstijging sinds 2002. De gemiddelde prijs van een woning over 2016 bedraagt momenteel €244.000 (CBS, 2017).

De aanzienlijke toename in het aantal transacties indiceert dat de woningmarkt in Nederland verder aantrekt. In 2016 zijn er in totaal 214.793 woningen verkocht, wat een toename is van ruim 20% ten opzichte van het jaar daarvoor. De prijs voor eengezinswoningen is met 4,7% toegenomen. De sterkste stijging vond plaats voor appartementen, in een jaar tijd namen de prijzen met 7,1% toe (CBS, 2017). Een belangrijke drijfveer blijft de lage hypotheekrente in combinatie met de gunstige economische omstandigheden. De grootste prijsstijging vond, zoals de afgelopen jaren, plaats in Amsterdam. De koopwoningen zijn in 2016 ten opzichte van 2015 13,5% in waarde toegenomen. De prijsontwikkeling ten opzichte van de voorgaande periode ligt hoger dan het jaar 2007 (11,1%) en nagenoeg gelijk aan 2001 (13,7%) (CBS, 2017).

### Afbouw stimuleringsmaatregelen gaat door, flexibilisering huurmarkt

De door de overheid eerder ingezette afbouw van de loan-to-value is in 2016 doorgezet naar 102% en met ingang van 2017 verlaagd naar 101%. Hierdoor moeten starters eerst meer vermogen opbouwen en zullen naar verwachting op latere leeftijd een huis kunnen kopen. Hierdoor zullen zij langer thuis blijven wonen of huren (AFM, 2017). Naast de afbouw in loan-to-value wordt ook de hoogte van de hypotheekrenteaftrek verder afgebouwd. In 2016 is de maximale aftrek gedaald naar 50,5%, welke stapsgewijs zal afnemen tot een maximaal tarief van 38% in 2041 (Belastingdienst, 2017).

Hogere inkomens worden hier deels voor gecompenseerd omdat dit inkomen in een lager belastingtarief komt te vallen. Dit geldt voor alle huishoudens.

Daarnaast moet de aangenomen Wet Doorstroming Huurmarkt vanaf 1 januari 2017 bewerkstelligen dat de flexibiliteit op de huurmarkt wordt bevorderd en de prijs-kwaliteitsverhouding wordt verbeterd. Daarmee wordt een impuls gegeven aan een betere doorstroming op de huurwoningmarkt en scheidwonen bestreden. Belangrijk onderdeel van de wet is de invoering van de huursombenadering, driejaarlijkse inkomensstoets en een verruiming in contracten ten aanzien van tijdelijke huur. Hierbij wordt gebruikt gemaakt van het woningwaarderingstelsel die de vraag naar woningen reflecteert door het betrekken van de WOZ-waarde in de waardering.

## Europees beursgenoteerd vastgoed: de ontwikkelingen

### Beursgenoteerde vastgoedmarkt Europa

Het Fonds heeft met haar belang in Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen ondanks de hevige volatiliteit op de beursgenoteerde vastgoedmarkt een resultaat van 1,3% behaald in 2016. De benchmark van de portefeuille behaalde in 2016 een resultaat van 0,01%, terwijl de EPRA Developed Europe Index een performance van -4,5% behaalde (EPRA, 2017). Gedurende het jaar had het Fonds een overwogen positie in Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. De overweging in beursgenoteerd vastgoed had in 2016 een negatieve impact op de portefeuille van -0,38%. In de dagen naar aanloop van het Britse EU-referendum stegen de Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen in waarde door de verwachting dat er geen Brexit zou komen.

Als gevolg van het positieve sentiment op de financiële markten die hierdoor ontstond, steeg de beursgenoteerde vastgoedportefeuille in omvang naar de bovenkant van de toegestane bandbreedte. Op 23 juni 2016 is een deel van de overwogen positie afgebouwd om er zeker van te zijn dat de



## Jaarverslag

beursgenoteerde vastgoedportefeuille binnen de toegestane bandbreedtes zou blijven en om de waardeverhoging van de vastgoedaandelen in aanloop naar het Britse EU-referendum te realiseren. In augustus 2016 is er een additioneel gedeelte van de overweging afgebouwd.

Gedurende 2016 werd het duidelijk merkbaar dat de nadrukkelijke aandacht voor Europees beursgenoteerd vastgoed voornamelijk afkomstig was van beleggers die alternatieven zochten voor de historisch lage rentestand. Beleggers in beursgenoteerd vastgoed lieten zich in 2016 meer leiden door geopolitieke en macro-economische ontwikkelingen dan door publicaties en ontwikkelingen van beursgenoteerde vastgoedfondsen. Volatiliteit op de Europese staatsobligatiemarkt resulteerde vrijwel altijd in volatiliteit op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt.

De eerste twee maanden van 2016 begonnen voor Europees beursgenoteerd (vastgoed-)aandelen bovengemiddeld volatiel. Onder andere door onzekerheden over de groei(verwachtingen) van de Chinese economie en een historisch lage olieprijs corrigeerden Aziatische, Amerikaanse en Europese aandelenbeurzen fors. Begin maart 2016 kondigde de Europese Centrale Bank (ECB) aan het opkoopprogramma (kwantitatieve verruiming) te verlengen en uit te breiden. Daarnaast kondigde de voorzitter van de Amerikaanse Federal Reserve System (FED) in dezelfde maand aan voorzichtiger te zijn met nieuwe renteverhogingen. Het besluit van de ECB en de uitspraken van de FED zorgden ervoor dat het sentiment van een (historisch) laag renteklimaat in stand bleef. Met name de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt profiteerde van het ECB-besluit en FED-uitspraken in maart 2016.

Naast onstabiele markten als gevolg van zorgen om de Chinese economie en de dalende olieprijs waren geplande referenda en verkiezingen eveneens een bron van speculatie en onzekerheid op de financiële markten. De Britse premier kondigde in februari 2016 aan dat het referendum over het lidmaatschap van de Europese Unie (EU), met als mogelijk gevolg vertrek uit de Europese Unie (EU), op 23 juni 2016 plaats zou vinden (Volkskrant, 2016). In aanloop naar dit referendum zorgden uitspraken van regeringsleiders, (ex-)burgermeesters, EU-parlementariërs en peilingen, voor volatiliteit op de financiële markten, waaronder de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt. In maart 2016 sloot de Britse regering een akkoord met de leiders van de Europese Unie, waarbij de belangrijkste wensen van het Verenigd Koninkrijk werden ingewilligd (NRC, 2016). Ondanks dit akkoord bleef de onzekerheid omtrent een Brits vertrek uit de EU bestaan door het referendum.

Op 24 juni 2016 werd bekend dat een meerderheid van de Britse bevolking voor vertrek uit de EU had gestemd. Dit zorgde voor hevige verliezen op mondiale aandelenbeurzen, waaronder de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt.

Het derde kwartaal van 2016 werd gekenmerkt door het relatief sterke herstel van de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt in juli, vlak na de 'Brexit' en lage volatiliteit.

In juli en augustus 2016 lag de volatiliteit op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt onder het jaargemiddelde. September daarentegen werd wel gekenmerkt door hoge volatiliteit doordat beleggers in meerdere mate speculeerden op een aanstaande renteverhoging van de Amerikaanse Fed. Een renteverhoging van de Amerikaanse Fed bleef in september echter uit, ondanks structureel positieve macro-economische cijfers over de Amerikaanse economie.

De aanstaande renteverhoging van de Amerikaanse Fed en een besluit van de ECB over het naderende einde van het opkoopprogramma behoorden tot de hoofdthema's in het vierde kwartaal op de financiële markten. Daarnaast waren de geplande Amerikaanse presidentsverkiezingen en het Italiaanse wetgevingsreferendum eveneens bronnen voor speculatie en volatiliteit.

Met name oktober 2016 was een maand in mineur voor de Europese beursgenoteerde vastgoedaandelenmarkt. Aan het begin van het vierde kwartaal zorgde een gerucht over het einde van het opkoopprogramma van de ECB kortstondig voor stijgende rentes op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt ('Taper Tantrum'). Als gevolg van deze rentestijgingen verschoof

## Jaarverslag

de aandacht van beleggers die in beursgenoteerd vastgoed zaten door de historisch lage rentes naar obligaties en aandelen in de banksector. Op 9 november 2016 werd Donald J. Trump verkozen tot de 45e president van de Verenigde Staten van Amerika. Een gevolg van de Amerikaanse verkiezingsuitslag was een 'sell-off' van Amerikaanse staatsobligaties, waardoor de rentevergoedingen hierop wederom opliepen. De rentes op Europese staatsobligaties liepen eveneens op in deze periode, echter minder hard dan in Amerika. Desondanks leden voornamelijk Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen onder de oplopende rentevergoedingen op Europese staatsobligaties. Een andere grote driver van onzekerheid op de Europese beursgenoteerde (vastgoed)markt na de Amerikaanse verkiezingen was de toegenomen politieke onzekerheid (groei populisme).

De slotmaand van het jaar stond voornamelijk in het teken van het Italiaans wetgevingsreferendum en besluiten van de ECB en Amerikaanse Fed. In aanloop naar het Italiaans referendum wezen de meeste signalen erop dat het voorstel van zittend Italiaans premier Matteo Renzi het niet zou halen. Nadat op maandag 5 december bekend werd dat de Italiaanse bevolking 'nee' had gestemd zorgde dit dan ook niet voor malaise op de mondiale financiële markten. De ECB maakte drie dagen na het Italiaans referendum bekend dat het haar opkoopprogramma met 9 maanden zou verlengen, echter zou het maandelijkse opkoopbedrag van obligaties verlaagd worden. Dit besluit van de ECB was tegen de verwachtingen in van beleggers, maar werd positief ontvangen. Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen maakten in het verdere verloop van december een sterke periode door. De lang verwachte renteverhoging van de Amerikaanse Fed op 14 december 2016 had geen negatieve impact op de positieve koersontwikkelingen op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt.

### Portefeuille beursgenoteerd vastgoed ASR Property Fund

Het is evident dat de beursgenoteerde portefeuille van het Fonds in 2016 onderhavig is geweest aan de onzekerheid op financiële markten. In het eerste halfjaar leden voornamelijk de Britse beursgenoteerde vastgoedfondsen in de portefeuille relatief grote koersverliezen. Dit werd voornamelijk gedreven door onzekere economische vooruitzichten als gevolg van 'Brexit'. Met name de Britse vastgoedfondsen die hun exposure hadden naar de kantorenmarkt in Londen werden het hardst getroffen.

In dezelfde periode maakten de Duitse woningfondsen, Franse winkel- en kantorenfondsen positieve koersontwikkelingen door. Doordat het Fonds een gelimiteerde exposure heeft naar Britse beursgenoteerde vastgoedfondsen is het koersverlies als gevolg van 'Brexit' beperkt gebleven en werd het eerste halfjaar met een positief resultaat afgesloten.

Zoals eerder beschreven nam aan het eind van het derde kwartaal de onzekerheid op de financiële markten toe. De fondsen die in het afgelopen jaar met name het zwaarst te lijden hadden onder bijvoorbeeld (kortstondige) stijgende staatsobligatierentes waren de Duitse beursgenoteerde woningfondsen in de portefeuille. Doordat Duitse- en Franse winkelfondsen een relatief groot deel uitmaken van de index wegen de prestaties van deze fondsen relatief zwaar mee in de jaarperformances. Als er wordt gekeken naar de ontwikkelingen van de beursgenoteerde vastgoedfondsen in de portefeuille van het Fonds zijn deze niet in lijn met de koersontwikkeling van het afgelopen jaar. In het afgelopen jaar zijn de meeste vastgoedfondsen in de portefeuille verder gegaan met het optimaliseren van de portefeuille en schuldpositie.

Het Duitse woningfonds LEG Immobilen kocht in april 2016 een woningportefeuille van circa 1100 woningen in Noordrijn-Westfalen voor een bedrag van €53 miljoen. Het rendement op deze portefeuille bedroeg ten tijde van aankoop circa 7,5%. De aankoopprijs lag naar verluidt 6% lager dan de boekwaarde (LEG, MorganStanley, 2016).

Met name het Franse Foncière des Regions was in 2016 actief op de beleggings- en kapitaalmarkt.

## Jaarverslag

In maart 2016 kocht het een Berlijnse vastgoedportefeuille bestaande uit woningen, winkels, kantoren en een hotel. Het gemiddelde rendement op deze portefeuille bedroeg ten tijde van aankoop circa 5% (Foncière des Regions, MorganStanley, 2016). Met deze aankoop kwam het fonds met 44% dichterbij de fondsdoelstelling om minimaal 50% van de Duitse woningportefeuille in het gewilde Berlijn te hebben. Naast de strategische aankopen verkocht Foncière des Regions in juli 2016 haar niet-strategische zorgvastgoedportefeuille voor €301 miljoen, ruim 25% boven de boekwaarde, aan Primonial REIM (Foncière des Regions, Kempen Property Securities, 2016).

In de laatste weken van 2016 maakte Foncière des Regions bekend via haar hotelvehikel 'Foncière des Murs' de totale hotelportefeuille van het Spaanse Merlin Properties te hebben gekocht voor een bedrag van €542 miljoen (Foncière des Regions, Kempen Property Securities, 2016).

Het jaar 2016 kende een groot aantal obligatie-uitgiften van Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen. Zo gaf het Franse Unibail-Rodamco in april 2016 een elfjarige obligatie uit tegen een couponrente van 1,125%. Naar verluidt was het beoogde kapitaal binnen twee uur door Unibail-Rodamco opgehaald (Unibail-Rodamco, MorganStanley, 2016). De laagste rentevergoeding waartegen Unibail-Rodamco obligaties in het jaar 2016 heeft uitgegeven betreft echter 0,875%. In november 2016 gaf het een achtjarige obligatie uit tegen de laatstgenoemde percentage, het was diens laagste couponrente ooit (Unibail-Rodamco, MorganStanley, 2016).

De lage coupons waartegen Unibail-Rodamco obligaties uitgaf in 2016 waren illustratief voor de verbetering van de schuldposities door Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen. Met de opbrengsten van obligatie-uitgiften werden door ondernemingen veelal oudere duurdere obligatie en hypothecaire leningen afgelost. In december 2016 bedroeg de gemiddelde loan-to-value van Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen 'slechts' 38% (EPRA, 2016).

Relatief goedkoop kapitaal en de behoefte aan portefeuilleoptimalisatie zorgden in 2016 voor een groot aantal fusie pogingen. In februari 2016 werd bekend gemaakt dat de aandeelhouders van Deutsche Wohnen tegen het overnamebod van branchegenoot Vonovia hadden gestemd. De aandeelhouders zagen geen synergievoordelen in een fusie tussen beide bedrijven (Vonovia, Deutsche Wohnen, PropertyEU, 2016). Medio 2016 werd Merlin Properties het grootste Spaanse beursgenoteerde vastgoedfonds na de overname van de commerciële vastgoedportefeuille van Spaanse branchegenoot Metrovacesa. De aankoop vertegenwoordigde een bedrag van €3,2 miljard en een rendement van circa 5%. Merlin Properties en Metrovacesa zullen na de fusie beiden hun woningportefeuilles in een nog op te richten entiteit plaatsen (Merlin Properties, Kempen Property Securities, 2016). Het Franse Gecina stuitte eveneens op de aandeelhouders van een potentiële overnamekandidaat 'Foncière des Paris'. Een overnamebod van Gecina werd in september 2016 geweigerd ten faveure van een minder gunstig bod van medeaandeelhouder Eurosic (Gecina, MorganStanley, 2016). In het laatste kwartaal van 2016 deed Vonovia een overnamebod op het Oostenrijkse Conwert Immobilien, in december werd bekend gemaakt dat een ruime meerderheid van de aandeelhouders van Conwert voor de overname hadden gestemd (Vonovia, Kempen Property Securities, 2016).

---

## Jaarverslag

### Vooruitzichten voor 2017 algemene economie

- De geopolitieke verhoudingen in Europa kunnen in 2017 voor zekerheden en onzekerheden zorgen. In 2017 zijn er verkiezingen in onder andere Frankrijk, Duitsland en Nederland. Door de opkomst van het rechts populisme in Europa, kunnen de kaarten in Europa opnieuw worden geschud. Het moet nog blijken of dit een positief of negatief gevolg gaat krijgen.
- Het herstel van zowel de Europese als Nederlandse economie zet zich de komende jaren door en verloopt in een voorzichtig tempo. De sterk verbeterde indicatoren bieden een beter fundament voor de korte en middellange termijn.
- Het opkoopprogramma van de ECB is inmiddels verlengd om de Europese economie ook voor de lange termijn in goede richting te laten bewegen.
- Inflatie neemt de komende jaren weer toe. Voor 2017 wordt 1,3% inflatie verwacht (Consensus Forecast, 2016).

### Vooruitzichten voor 2017 Nederlandse niet-beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Het beleggingsvolume in vastgoed blijft op een hoog niveau voor 2017. Internationale investeerders blijven actief op de Nederlandse markt en zijn zoekende naar (omvangrijke) vastgoedportefeuilles. Ook institutionele partijen worden actiever op de markt om na jaren van verkopen weer vastgoed aan te kopen. De verkopende partijen zijn met name private equity partijen die de kans krijgen om vastgoed, dat tijdens de crisisjaren is verworven, tegen aantrekkelijke prijzen te verkopen. Het Fonds zal proberen gebruik te maken van het momentum om haar niet-strategische vastgoed te verkopen.
- De langetermijnrente zal naar verwachting langzaam stijgen, waardoor voor het komend jaar een stabilisatie en wellicht nog een verscherping van de aanvangsrendementen kan worden verwacht.
- Net als in de voorgaande jaren, zal de divergentie binnen de winkelvastgoedmarkt tussen de secundaire en toplocaties voort worden gezet. Dit betekent dat de kwaliteit van de locatie steeds belangrijker wordt. Ondanks de versnelde economische groei en het voorzichtige optimisme van retailers en consumenten, zijn er nog voldoende uitdagingen. Verbeterde economische omstandigheden zorgen voor meer consumentenbestedingen, waar met name de non-food winkels van gaan profiteren.
- De economische groei, de dalende werkloosheid en het stijgende aantal vacatures zullen de kantorenmarkt positief beïnvloeden in 2017. Bedrijven zullen de werkgelegenheidsgroei echter veelal nog kunnen opvangen binnen het huidige gehuurde vloeroppervlakte, maar er is ook een toename te zien van het aantal effectieve opnames. Een relatief laag vraagniveau zal derhalve ook in 2017 het geval zijn.
- Het aanbod van kantoorruimte zal het komende jaar naar verwachting wederom substantieel afnemen door transformaties, de opname zal naar verwachting op circa 1,25 miljoen m<sup>2</sup> gaan uitkomen. De komende jaren zullen de meeste Nederlandse steden een blijvend hoog leegstandspercentage laten zien, met name in de satellietsteden zal dat het geval zijn.
- De toenemende divergentie tussen primaire en secundaire locaties zal zich naar verwachting verder doorzetten. Op de primaire locaties is de vraag naar kantoorruimte relatief hoog en de leegstand gering. Huurprijzen voor eersteklas kantoren zitten weer enigszins in de lift en door de grote beleggingsdruk kunnen aanvangsrendementen verder aanscherpen.
- Op de secundaire locaties blijven de huurprijzen (sterk) onder druk staan en zijn de incentives fors te noemen. Ook de beleggingswaarde op deze locaties blijft onder druk staan.
- De stemming op de woningmarkt is positief en de prijsontwikkeling laat een boven trend matige stijging zien. Het beperkte aanbod, de toenemende vraag naar woningen en de lage financieringslasten zet de markt verder onder druk en zorgt voor oplopende prijzen; de economische bureaus van banken verwachten een prijsstijging in 2017 van 5%. Bij het selecteren van beleggingen in niet-beursgenoteerde kantoorfondsen zal er gelet worden op de huidige en verwachte ontwikkelingen op de Nederlandse kantorenmarkt. De belegging in het nieuw opgerichte kantorenfonds van a.s.r. is hier een goed voorbeeld van.

---

## Jaarverslag

- Nieuwbouwwontwikkelingen zullen in een versneld tempo worden opgezet, maar verwacht wordt dat de totale productie nog niet kan voldoen aan de vraag de komende jaren. Betaalbare woningen en huurwoningen in de vrije sector kunnen rekenen op een toenemende vraag. Door de aanhoudende vraag naar huurwoningen in demografisch en economisch aantrekkelijke gebieden blijft het op de lange termijn interessant voor het Fonds om te investeren in niet-beursgenoteerde woningfondsen. De investering in CBRE DRES is een goed voorbeeld hiervan. In het lopende jaar zal er worden gezocht naar additionele beleggingsmogelijkheden in niet-beursgenoteerde woningfondsen conform het beleggingsbeleidsplan.
- Op de beleggingsmarkt is en blijft grote vraag naar nieuwbouwwoningen in de particuliere huursector. De druk op het aanvangsrendement houdt aan en zal langzaam uitvloeien naar de meer perifere locaties.

### Vooruitzichten voor 2017 Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Als er wordt gekeken naar de fundamentele factoren is er voor 2017 kans op positieve totaalrendementen. Na een jaar waarin enkele Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen fors corrigeerden is de gemiddelde prijs per aandeel van Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen 3,5% lager ten opzichte van de waarde van onderliggende portefeuilles in december 2016 (EPRA, 2016).
- Beursgenoteerde vastgoedfondsen in continentaal Europa kunnen gedurende 2017 nadrukkelijker de voorkeur krijgen boven Britse beursgenoteerde vastgoedfondsen als gevolg van de 'Brexit-onderhandelingen' tussen het Verenigd Koninkrijk en de Europese Unie. Het Fonds zal in ieder geval totdat duidelijk is wat de daadwerkelijke impact van 'Brexit' zal betekenen voor het Verenigd Koninkrijk, de gelimiteerde exposure naar Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen behouden.
- Volgens een onderzoek van PwC onder gerenommeerde Europese beleggers hebben in 2017 naast de vier grote Duitse steden o.a. Amsterdam, Barcelona, Dublin en Madrid de meeste potentie voor positieve waarde- en prijsontwikkelingen (Urban Land Institute, PwC, 2016).
- Een stijgende inflatie in de eurozone kan betekenen dat de ECB haar opkoopprogramma van obligaties zal afbouwen in 2017, met stijgende obligatierentes ten gevolge. Het afbouwen van het opkoopprogramma van de ECB, dan wel speculatie daarover, zal voor aanhoudende volatiliteit op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt kunnen zorgen.
- Met name Duitse beursgenoteerde vastgoedfondsen kunnen lijden onder de 'normalisering' van de (staatsobligatie-)rente, vanwege hun status als vervanging voor Duitse staatsobligaties.
- Het verschil tussen de rendementen op hoog gewaardeerde Europese staatsobligaties en dividendrendementen op Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen zal waarschijnlijk in 2017 groot genoeg blijven om de sector aantrekkelijk te houden voor beleggers (AXA IM, 2016).
- Een stijging van rentes op kapitaalmarkten zal in eerste instantie weinig impact hebben op de schuldpositie van de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt. De afgelopen twee jaar heeft de sector gebruik gemaakt van de gunstige rentetarieven op de kapitaalmarkt om de schuldposities te herstructureren. Ongeveer 22% van de totale leningen van Europese beursgenoteerde vastgoedfondsen had eind december 2016 een (resterende) looptijd korter dan een jaar. Daar tegenover staat dat circa 40% van de leningen nog een resterende looptijd had van langer dan een jaar en korter dan vijf jaar. De overige 38% van de totale leningen had eind december een (resterende) looptijd die langer dan vijf jaar bedroeg (EPRA, 2016).
- De kans op positieve totaalrendementen voor Europees beursgenoteerd vastgoed kunnen eveneens teniet worden gedaan door (geo)politieke en macro-economische factoren. Het komende jaar vinden er in Duitsland, Frankrijk en Nederland verkiezingen plaats. Mede door (de kans op) terroristische aanslagen zijn (extreem) rechtse partijen populair geworden in Europa. De aanwezige kans op overwinningen van populistische partijen kan gedurende het jaar voor onzekerheid zorgen op financiële markten.

---

## Jaarverslag

### 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. vv 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. vv 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 heeft a.s.r. vv de AIFMD-vergunning ontvangen. 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. vv

De eindverantwoordelijkheid voor risicomanagementtaken binnen a.s.r. vv ligt bij de Chief Finance & Risk Officer (CFRO). Het portefeuillebeheer door a.s.r. vv valt onder de verantwoordelijkheid van de Chief Executive Officer (CEO). Het risicomanagement en het portefeuillemanagement zijn derhalve hiërarchisch en functioneel van elkaar gescheiden.

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

1. de Business Risk Manager (BRM)
2. de IT Risk Officer (IRO)
3. de Compliance officer
4. de Fund Controller
5. het team Interne Controle (IC)

#### Missie risicomanagement

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

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

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

## Jaarverslag

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

## Jaarverslag

### Governance

Binnen a.s.r. vv zijn er de volgende risico- en beleggingscomité's in gericht.

Overleg	Frequentie/doelstelling	Onderwerpen	Deelnemers
<b>Management Team</b>			
MT a.s.r. vv	1 x 2 weken	Operationele zaken	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPV, P&O adviseur[1]
Strategisch MT a.s.r. vv	1 x 3 maanden	Strategische doelstellingen monitoren (businessplan)	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPV, P&O adviseur.[2]
<b>Beleggings- en Risico Comité</b>			
Beleggingscomité a.s.r. vv	1 x 2 weken	Investeringsen en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Fiscale Zaken, Compliance, Secretaris
Investeringscomité a.s.r. vv	1 x maand	Investeringsen en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR, risicomangement	Lid Hoofddirectie, CEO, CFRO, Secretaris, Directeur beleggingen a.s.r., Senior medewerker ERM
Strategisch Beleggingscomité	1 x kwartaal	IRR-eis, beleggingsplannen, beleidsmatige zaken (zoals duurzaamheidsbeleid)	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Fiscale Zaken, Compliance, Hoofd Research, Secretaris
Risk Comité	1 x kwartaal	Compliance, riskmanagement, monitoring audits,	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPV, Compliance, Secretaris, Operationeel Risicobeheer (ERM), Auditmanager, Business Risk manager a.s.r. vv.
Centraal Beleggings Comité	1 x maand	<ul style="list-style-type: none"> <li>Aankopen, investeringen en verkopen;</li> <li>Verslagen beleggingscomités / Rapportage beleggingen (FM) / maandrapportage FIB (FIB)</li> </ul>	Lid RvB a.s.r., Secretaris, CFO a.s.r., Directeur Risk Management a.s.r., Directeur beleggingen a.s.r., CEO a.s.r. vv, Hoofd Financial Risk Management

### Risicocomité (RC)

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



---

## Jaarverslag

### Strategisch Beleggingscomité (SBC)

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

## Risicobeheer

### CRSA

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

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

Om deze risico's te mitigeren worden acties in kaart gebracht die elk kwartaal door de BRM worden gemonitord. Dit wordt elk kwartaal aan de directie en de afdeling ERM van a.s.r. gerapporteerd. De voortgang op de acties worden tevens besproken binnen het RC van a.s.r. vv.

### 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 op bovenstaande risico's de risk appetite van a.s.r. vv aangegeven. Het NFR Dashboard wordt elk kwartaal ingevuld in relatie tot de risk appetite van a.s.r. vv in samenwerking met juridische zaken, de compliance officer en het hoofd Kwaliteitsmanagement & Procesbeheersing van a.s.r. vv. 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. vv en gerapporteerd aan de directie en de afdeling ERM van a.s.r.

### Key Controls (First line)

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

### Objecten met een verhoogd risico

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

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

---

## Jaarverslag

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

### Bewaarder

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

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

De rol van de bewaarder voor het Fonds is:

- a) Ervoor zorgen dat de verkoop, de uitgifte, de inkoop, de terugbetaling en de intrekking van rechten van deelneming of aandelen in het Fonds gebeuren in overeenstemming met het toepasselijk nationaal recht en met het reglement of de statuten van het Fonds.
- b) Ervoor zorgen dat de waarde van de rechten van deelneming of aandelen in het Fonds worden berekend overeenkomstig de toepasselijke nationale wetgeving, het reglement of de statuten en de vastgelegde procedures.
- c) De aanwijzingen van a.s.r. vv 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.

## Jaarverslag

### Toezichthouders

a.s.r. vv 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. vv 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. vv beschikt over een Compliance Officer.

De Compliance Officer van a.s.r. vv 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. vv en het geven van uitvoering hieraan.
3. Beheersen van compliance-risico's op het niveau van a.s.r. vv.
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. vv.
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. vv 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. vv 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. vv.

---

## Jaarverslag

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. vv heeft, naast de directe rapportageverplichting aan de voorzitter van de raad van bestuur van a.s.r. vv, ook een formele rapportageverplichting aan de voorzitter van de Audit- en risicocommissie van a.s.r. vv en de CEO van a.s.r. vv 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 voert binnen a.s.r. vv regelmatig audits op verschillende processen, projecten of thema's uit.

### Verklaring van de manager

De directie van a.s.r. vv heeft over 2016 een management control statement afgegeven aangaande de risico's in de financiële rapportages en het risicobeheer (inclusief compliance risico's) bij a.s.r. vv. De directie is verantwoordelijk voor deugdelijk risicobeheer en goed functionerende interne controlesystemen.

## Specifieke risico's ten aanzien van direct vastgoed

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

Risico inzake marktwaarde direct vastgoed

De waarde van vastgoed wordt beïnvloed door een veelheid van factoren, waaronder:

- Marktwaareschommelingen vanwege veranderingen in vraag en aanbod op de vastgoedmarkt.
- Huurinkomsten op het moment van verkoop.
- Macro-economische ontwikkelingen, zoals rentestand, inflatiepercentage of beschikbaarheid van bancaire financieringen.

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 niet 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 objecten er nog aan de fondsdoelstellingen en verwachte rendementen voldoen. Deze zijn bepalend of objecten toegevoegd dienen te worden aan de bestaande verkooplijst.

### Marktrisico niet-beursgenoteerd (sensitiviteitsanalyse)

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 de onderneming marktrisico. De waarde van niet-beursgenoteerd vastgoed is doorgaans minder volatiel dan beursgenoteerd vastgoed. Op 31 december 2016 is €279 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2015: 293 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2016 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 80.

## Jaarverslag

### Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-13.929	13.929
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-27.858	27.858

### Waarderingsrisico

Waarderingsrisico is het risico dat er rendementsveranderingen optreden door onverwachte waarderingsuitkomsten. Dit risico wordt gemitigeerd door het gebruik van de richtlijnen van de NVRT en het gebruik van onafhankelijke externe taxateurs. Voorts wordt elke drie jaar gewisseld van taxateurs. Hiermee wordt de visie van externe experts op de portefeuille regelmatig ververs. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar portefeuille marktconform is vastgesteld.

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

### Leegstandsrisico

De bezettingsgraad van het vastgoed kan afnemen door beëindiging van huurovereenkomsten of faillissementen van huurders.

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 als gevolg, wordt de solvabiliteit van potentiële huurders beoordeeld alvorens deze in aanmerking komen voor een huurcontract. Daarnaast wordt de goede staat van het vastgoed gewaarborgd door adequaat onderhoud uit te voeren en hiermee het leegstandsrisico te verkleinen. Op pagina 38 van dit jaarverslag worden de afloop van de huurcontracten en de toekomstig minimaal resterende huuropbrengsten toegelicht.

Een stijging van de leegstand van de direct vastgoedportefeuille met 10%-punt leidt tot een inkomstendaling van €1,6 miljoen.

### 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-courantkrediet van maximaal €25 miljoen. De rentevergoeding bedraagt de gemiddelde eenmaands Euribor plus 100 basispunten. Het renterisico op vreemd vermogen is hierdoor zeer beperkt.

## Jaarverslag

### Specifieke risico's ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed

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

#### Marktrisico & koersrisico op vastgoedaandelen

De aandelenkoersen van de beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen op de beurzen in Europa of wereldwijd dalen. De beleggingsrisico's worden beperkt door het aanbrengen van spreiding over landen en sectoren. Als gevolg van beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen loopt het Fonds marktrisico. Beursgenoteerde vastgoedaandelen hebben doorgaans een volatiele koers, aangezien de koers reageert op beursstemmingen. Het koersrisico vermindert door spreiding van de beleggingen in de portefeuille. Op 31 december 2016 is €213 miljoen belegd in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

#### Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-10.650	10.650
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-21.301	21.301

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 ultimo 2016 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 80 (bijlage 2).

De beleggingen van het Fonds zijn gespreid naar sector. Lokale invloeden worden beperkt via beleggingen in vastgoedfondsen met een onderliggende internationaal gespreide portefeuille en via beleggingen 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 aandelenmarkten, 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.

#### Valutarisico

Valutakoersen kunnen de waarde van beleggingen in effecten beïnvloeden, voor zover deze niet in euro's luiden. Bij het Fonds komt dit alleen voor bij bepaalde beleggingen in liquide vastgoedaandelen. Een nadere specificatie van de gerealiseerde en ongerealiseerde valutaresultaten is in het directieverslag en in de winst- en verliesrekening opgenomen. Op 31 december 2016 is €77 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden, zijnde het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland.

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.

#### 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.

## Jaarverslag

### Afwikkelingsrisico

Het Fonds loopt het risico dat een afwikkeling via een handelssysteem niet plaatsvindt zoals verwacht. Dit kan voorkomen wanneer de betaling of de aanlevering van de vastgoedaandelen door een tegenpartij niet of niet op tijd plaatsvindt. Dit risico is, voor zo ver mogelijk, gemitigeerd door het benoemen van een gerenommeerde partij als custodian.

## Overige risico's

De belangrijkste overige risico's worden hieronder toegelicht.

### Strategisch risico

Het risico dat de doelstellingen niet worden behaald vanwege onjuiste besluitvorming, verkeerde implementatie en/of het onvoldoende reageren op veranderingen in de omgeving. Strategisch risico kan onder meer ontstaan wanneer een strategie te beperkt anticipeert op bedreigingen en kansen in de markt of wanneer er onvoldoende middelen beschikbaar zijn om de strategie effectief uit te voeren.

Het Fonds mitigeert het strategisch risico door elk jaar een driejarig beleggingsbeleidsplan op te stellen waarin de kansen en bedreigingen in de markt geanalyseerd worden en het beleid, indien nodig, hierop aangepast wordt.

### Operationeel risico

Operationeel risico betreft het risico dat fouten niet tijdig opgemerkt worden of zelfs fraude kan optreden als gevolg van het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen, en onverwachte externe gebeurtenissen. De manager van het Fonds heeft, zoals eerder beschreven, een uitgebreid risicomanagementraamwerk en risicobeheer om het operationele risico te mitigeren.

### Financiële verslaggevingsrisico

Financiële verslaggeving risico betreft het risico dat door onjuiste rapportages een onjuiste weergave van de financiële situatie van het Fonds wordt gepresenteerd. De kwaliteit van de financiële verslaggeving wordt gewaarborgd door periodieke interne audits. De processen voor de financiële verslaggeving zijn vastgelegd. Op basis van steekproeven en ad hoc-onderzoeken vinden interne audits plaats.

### Wet- en regelgevingsrisico

Wet- en regelgeving risico betreft het risico dat wijzigingen in wet- en regelgeving de resultaten van het Fonds invloeden. Het Fonds kan wijzigingen in wet- en regelgeving niet beïnvloeden of veranderen, wel kan het Fonds het risico door wijzigingen in wet- en regelgeving mitigeren door tijdig te anticiperen op aanstaande (mogelijke) wijzigingen.

### Kredietrisico

Kredietrisico is het risico dat een tegenpartij niet langer aan haar verplichtingen kan voldoen. De waarde van activa wordt beïnvloed door een positieve of negatieve ontwikkeling van de kredietwaardigheid van de betreffende tegenpartij. De kredietwaardigheid wordt bepaald door het inschatten van de kans op tijdige nakoming van de betalingsverplichtingen door de tegenpartij.

## Jaarverslag

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:

	2016	2015
Verstrekte leningen en overige vorderingen	5.263	3.264

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

(bedragen x € 1.000)	2016	2015
0 - 30 dagen	28	1.633
31 - 60 dagen	5	25
61 - 180 dagen	38	59
181 - 365 dagen	139	83
> 365 dagen	115	63
	<b>325</b>	<b>1.863</b>
Voorziening dubieuze debiteuren	-211	-1.376
<b>DEBITEURENSALDO</b>	<b>114</b>	<b>487</b>

### Kasstroomrisico

Kasstroomrisico is het risico dat toekomstige kasstromen verbonden aan een financieel instrument zullen fluctueren in omvang met het risico dat niet meer aan de verplichtingen voldaan kan worden. Het Fonds beschikt over diverse kasstromen en middelen die op korte termijn liquiditeit kunnen genereren waardoor dit risico gemitigeerd wordt. Het betreft onder andere huuropbrengsten, dividendinkomsten uit vastgoedaandelen, verkopen van vastgoedaandelen en het rekening-courantkrediet.

### Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat er niet kan worden voldaan aan actuele (en potentiële) verplichtingen of het leveren van onderpand op de vervaldatum. Het bestaat 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 onaantvaardbare 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 waardegevoeligheid van een portfolio door veranderingen in de grootte van de correcties op de kasstromen en veranderingen in marktwaarde. Het is bovendien gerelateerd aan de onzekere tijdsschaal voor het realiseren van liquide waarde van activa. Op 31 december 2016 bezit het Fonds voor €213 miljoen aan vastgoedaandelen die elk moment omgezet kunnen worden in kasstromen.



---

## Jaarverslag

Het beheer van liquiditeitsrisico is een combinatie van het beheren van financieringsbronnen en het bewaken van een portefeuille, bestaande uit bezittingen waarvoor een marktvaag bestaat en die geliquideerd kunnen worden als dekking tegen onverwachte ontwichingen van kasstromen.

Een degelijk liquiditeitsrisicobeheer is onderwerp van het maandelijks directieoverleg. Het primaire doel: garanderen dat het Fonds voldoende contanten en liquide middelen aanhoudt om te allen tijde aan de huidige en toekomstige financiële verplichtingen te voldoen. Zowel in normale als in abnormale omstandigheden.

Alle liquide middelen staan ter vrije beschikking aan het Fonds. Het Fonds beschikt over beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen die op korte termijn liquide gemaakt kunnen worden en over een rekening-courantkrediet van €25 miljoen om tijdelijke liquiditeitsbehoeften op te vangen. Er is geen sprake van solvabiliteitsrisico binnen het Fonds omdat er momenteel niet gefinancierd wordt met vreemd vermogen.

### Risico's op fiscaal en juridisch gebied

Eventuele wijzigingen in de (fiscale) wet- en regelgeving alsmede de interpretatie hiervan kunnen een positieve of negatieve invloed hebben op de fiscale positie van de aandeelhouder. Het rendement kan beïnvloed worden door een verkeerde juridische of fiscale inschatting. Dit risico wordt gemitigeerd door, indien nodig geacht, advies in te winnen bij externe fiscalisten en juristen van gerenommeerde organisaties.

### Wijzigingen in wet- of regelgeving

In de landen waar het Fonds actief is en beleggingen heeft, is zij onderworpen aan plaatselijke, regionale en nationale regelgeving. De manager heeft een compliance officer aangewezen, die is belast met het toezicht op de naleving van wet- en regelgeving.

### Closed-end-structuur

Het Fonds is een zogeheten closed-end beleggingsmaatschappij. Dit houdt in dat het Fonds niet de plicht heeft om deelnemingsrechten in het Fonds al dan niet ter tijdelijke belegging uit te geven of in te kopen, dan wel te verkopen. Het Fonds biedt haar beleggers dus niet zelf de mogelijkheid hun belegging liquide te maken.

### Integriteitsrisico

Integriteitsrisico betreft onethisch gedrag van medewerkers, management intern en zakenpartners, die het behalen van de fondsdoelstellingen en rendementen kan schaden. Deze risico's worden door compliance bewaakt met behulp van beleid op de gebieden van:

- *Klokkenluidersregeling*  
De Klokkenluidersregeling van a.s.r. is in overeenstemming met de doelstelling om het vertrouwen in, en de reputatie van, een grote organisatie te waarborgen op het gebied van deugdelijk ondernemingsbestuur (Corporate Governance).
- *Incidentenmanagement*  
a.s.r. vv is verantwoordelijk voor een solide interne beheersing van haar processen. Het beleid Operationele Incidenten maakt onderdeel uit van het Integraal Risicomanagementraamwerk.
- *Customer Due Diligence beleid (CDD)*  
De norm die uit het CDD beleid van a.s.r. vv voortvloeit, is gericht op het creëren van een beheersomgeving met als doel het kennen van de cliënt, teneinde het risico op reputatie- en financiële schade te mitigeren.
- *Pre Employment Screening (PES)*  
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.

## Jaarverslag

### Continuïteitsrisico

Het continuïteitsrisico is het risico op discontinuïteit van de managementorganisatie door bijvoorbeeld een faillissement of het falen van IT-systemen waardoor geen uitvoering gegeven kan worden aan afspraken met opdrachtgevers. Het risico wordt gemitigeerd door het onderhouden van service level agreements met uitbestedingspartners, het opstellen en onderhouden van het business continuity plan en het hanteren van een informatiebeveiligingsbeleid.

### Kwaliteitsrisico

Het kwaliteitsrisico omvat het risico dat de managementorganisatie onvoldoende kwaliteit kan leveren waardoor geen juiste uitvoering gegeven kan worden aan afspraken met beleggers en doelstellingen. Het risico wordt gemitigeerd door het hanteren van een intern (proces)beheersingskader.

### Relatieve performancerisico

Dit risico bevat de mate waarin de resultaten van het Fonds achterblijven op de benchmark, waardoor beleggers kunnen besluiten om de certificaten van het Fonds te verkopen en/of er geen nieuwe beleggers willen toetreden. Het risico wordt gemitigeerd door het volgen van de eigen prestaties ten opzichte van de benchmark op maandbasis en het ter verantwoording roepen en bijsturen van de asset managers indien nodig.

### Transparantierisico

Het transparantierisico omhelst de kans dat de managementorganisatie geen verantwoording kan afleggen over de uitgevoerde activiteiten na kwartaalsluiting conform de tijdigheid en kwaliteit, zoals vastgelegd richting beleggers en toezichhouders. Het risico wordt gemitigeerd door actief te sturen op tijdige oplevering van kwalitatief goede rapportages.

### Verhandelbaarheidsrisico

De certificaten van het Fonds zijn beperkt verhandelbaar. Eenmaal per dag is er handel in de aandelen mogelijk. De verkoopprijs kan lager zijn dan het oorspronkelijk geïnvesteerde bedrag.

## Jaarverslag

### Portefeuilleontwikkeling

#### Portefeuilleontwikkeling: algemeen

De beleggingen van het Fonds bestonden 31 december 2016 uit 52% niet-beursgenoteerd vastgoed, 40% beursgenoteerd vastgoed en 8% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er ultimo 2016 en 2015 als volgt uit:

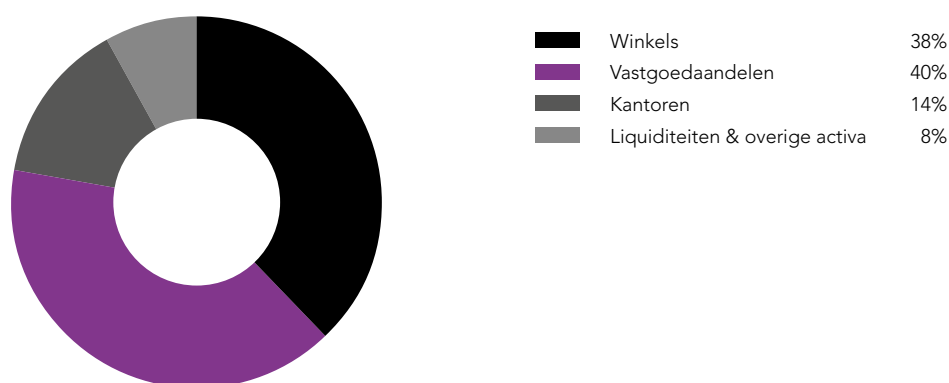
	31-12-2016	%	31-12-2015	%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	278.584	52%	293.311	54%
Beursgenoteerd vastgoed	213.007	40%	241.908	44%
Overige activa	39.709	8%	12.062	2%
<b>Totaal</b>	<b>531.300</b>	<b>100%</b>	<b>547.281</b>	<b>100%</b>

De totale activa van het Fonds dalen in 2016 met €16 miljoen tot €531 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen af met €15 miljoen tot €279 miljoen door €25 miljoen aan aankopen, €39 miljoen aan verkopen, €7 terugbetaling van kapitaal door een van de vastgoedfondsen, een positief ongerealiseerd waarderingsresultaat van €5 miljoen, een positief gerealiseerd waarderingsresultaat van €2 miljoen, €2 miljoen aan geactiveerde verhuurkortingen en €1 miljoen aan investeringen.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €29 miljoen tot €213 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een verkoop van vastgoedaandelen van €24 miljoen en een negatief waarderingsresultaat van €5 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 31 december 2016 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

**Figuur 1** Fonds verdeeld naar activa per 31-12-2016



Het Fonds heeft in 2016 twee grote uitgaande kasstromen gehad, zijnde een dividenduitkering in april (€18 miljoen) en een agio-uitkering in december (€14 miljoen). Deze uitkeringen waren mogelijk doordat het Fonds onder andere voor €14 miljoen aan operationele inkomsten genereerde en per saldo voor €24 miljoen aan vastgoedaandelen verkocht.

Het Fonds zal in 2017 wederom dividend uitkeren.

## Jaarverslag

### 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, naast het belang in het ASR Dutch Prime Retail Fund, per 15 december 2016 kunnen committeren voor een bedrag van €25 miljoen aan het nieuw opgerichte kantorenfonds van a.s.r. genaamd het Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF'). Verder heeft het Fonds zich kunnen committeren voor een bedrag van €50 miljoen aan het CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES'). Het gecommiteerde bedrag zal per 1 april 2017 belegd zijn in CBRE DRES waarmee een grotere spreiding in verschillende vastgoedsegmenten gerealiseerd wordt.

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

	31-12-2016	31-12-2015
<b>WINKELS</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Aantal objecten	28	30
Aantal huurcontracten	69	73
Netto verhuuroppervlak m <sup>2</sup>	49.655	54.789
Markthuur / Contracthuur	106%	102%
Bezettingsgraad	75%	91%
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>		
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)	80,6	86,7
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)	6,2	6,2
<b>KANTOREN</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Aantal objecten	3	10
Aantal huurcontracten	11	37
Netto verhuuroppervlak m <sup>2</sup>	21.120	60.310
Markthuur / Contracthuur	99%	94%
Bezettingsgraad	72%	65%
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>		
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)	26,3	0,0
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)	14,3	0,0

### Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie

(bedragen in € x 1.000)	31-12-2016	%	31-12-2015	%
Direct vastgoed	171.664	62%	206.631	70%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	106.920	38%	86.680	30%
<b>Totaal</b>	<b>278.584</b>	<b>100%</b>	<b>293.311</b>	<b>100%</b>

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in 2016 af met €15 miljoen tot €279 miljoen. De afname is een tijdelijk gevolg van de strategie om beleggingen in direct vastgoed te verkopen en vervolgens de vrij gekomen gelden te beleggen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.

## Jaarverslag

### Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

	31-12-2016	31-12-2015
<b>Onroerend goed in exploitatie</b>		
Stand begin boekjaar	206.631	306.259
Aankopen	0	2.018
Investeringen	672	668
Verhuurkortingen	-1.499	-261
Verkopen	-38.910	-93.816
Waarderingsresultaten	4.770	-8.237
<b>Totaal</b>	<b>171.664</b>	<b>206.631</b>

In 2016 hebben er geen aankopen van direct vastgoed plaatsgevonden. Het Fonds heeft twee winkelobjecten en zeven kantoren verkocht met een verkoopopbrengst van €39 miljoen. Hierbij werd een positief waarderingsresultaat van €1,9 miljoen gerealiseerd.

Het direct vastgoed verdeeld naar segment was als volgt:

### Direct vastgoed naar segment

(bedragen in € x 1.000)	31-12-2016	%	31-12-2015	%
Kantorenportefeuille	50.365	29%	76.312	37%
Winkelportefeuille	121.299	71%	130.319	63%
<b>Totaal</b>	<b>171.664</b>	<b>100%</b>	<b>206.631</b>	<b>100%</b>

### Huurders direct vastgoed

Binnen de kantoren- en winkelportefeuille maken de 10 grootste huurders 60% van de omvang van de huurcontracten uit. Dit hoge percentage is een direct gevolg van de strategie om binnen de categorie niet-beursgenoteerd vastgoed de beleggingen in direct vastgoed (deels) te verkopen ten gunste van beleggingen in vastgoedfondsen. Het Fonds heeft slecht nog 80 huurcontracten in direct vastgoed, waarbij één huurder (DLA Piper) 22% voor haar rekening neemt. Hoewel het specifiek risico binnen direct vastgoed gestegen is, is op portefeuilleniveau het specifiek risico gedaald door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een grotere spreiding van huurders.

### Top 10 huurders

	%
<b>Kantoren</b>	
DLA Piper	22%
Ahold	7%
A.S. Watson	6%
Esprit	6%
EY	4%
Bestseller	4%
Jeans Centre	3%
Cracks Monobrand	3%
Koningskinderen	3%
B32 Nederland	2%
Overige huurders	40%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>

## Jaarverslag

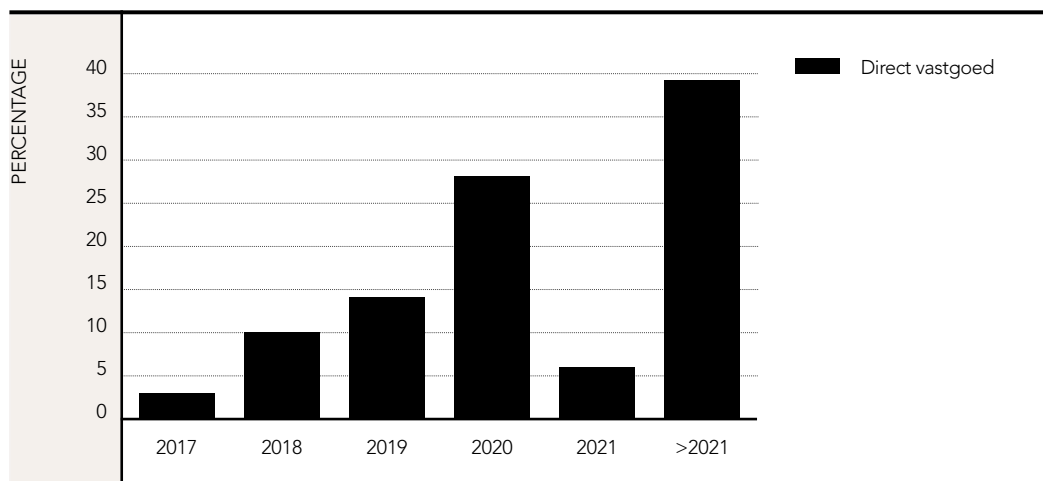
### Huurcontracten directe kantorenportefeuille

Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. In 2016 is een groot huurcontract afgesloten met een looptijd van 20 jaar, waardoor de gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten met 6,83 jaar bovengemiddeld is (2015: 4,4 jaar).

De bezettingsgraad van de kantorenportefeuille is ultimo 2016 (74%) met 9% gestegen ten opzichte van 2015 (65%). Dit is deels het gevolg van nieuwe verhuur, maar met name het positieve gevolg van het verkopen van een aantal objecten met veel leegstand in 2016.

De markthuren stegen in 2016 ten opzichte van de contracthuren. Dit vermindert het risico op lagere verhuuropbrengsten bij het afsluiten van nieuwe huurcontracten. Over het geheel genomen zijn de markthuren 4% hoger dan de huidige contracthuren, met name bij de winkels.

**Figuur 2** Afloop huurcontracten o.b.v. jaarhuren ultimo 2016



### Toekomstige minimale huuropbrengsten

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

(bedragen in € x 1.000)	2016	2015
Korter dan 1 jaar	11.460	15.158
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	34.630	53.250
Langer dan 5 jaar	36.073	19.848
<b>Totaal</b>	<b>82.163</b>	<b>88.256</b>

### Investeringsen

Het Fonds heeft in 2016 voor het object in Amersfoort een huurcontract afgesloten met Hudson's Bay Company. Er zal in 2017 en 2018 €16 miljoen in dit object geïnvesteerd worden.

Het Fonds heeft in mei 2015 een Turn Key Overeenkomst (TKO) afgesloten waarbij de intentie aanwezig is om vijf winkelobjecten in Rotterdam te herontwikkelen door een externe partij. De vijf objecten vallen binnen een gebiedsontwikkeling waarbij meerdere vastgoedeigenaren een samenwerkingsverband zijn aangegaan. De doorlooptijd van het project is enkele jaren. Het ontwerp is nog niet definitief, diverse vergunningen zijn nog in aanvraag en er zijn nog geen nieuwe huurcontracten afgesloten. Vanwege deze onzekerheden zijn deze objecten per jaareinde in de huidige staat getaxeerd. Het Fonds verwacht in het eerste halfjaar van 2017 €10 miljoen te investeren in deze herontwikkeling. Daarnaast heeft het Fonds voornemens €10 miljoen te investeren in haar kantorenportefeuille in Amsterdam.

## Jaarverslag

### Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

	31-12-2016	31-12-2015
<b>Deelnemingen in vastgoedfondsen</b>		
Stand begin boekjaar	86.680	0
Aankopen	25.000	86.589
Investeringen	0	0
Verkopen	0	0
Waarderingsresultaten	2.563	91
Overige mutaties	-7.323	0
<b>Totaal</b>	<b>106.920</b>	<b>86.680</b>

De belegging in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR Dutch Prime Retail Fund (ASR DPRF), €80,6 miljoen en uit het ASR Dutch Mobility Office Fund, €26,3 miljoen, waarin het Fonds medio december 2016 een belang van 14,29% verworven heeft. Het ASR DPRF heeft in januari 2016 een terugbetaling kapitaal gedaan van €7,3 miljoen. Het Fonds zal vanaf 1 april 2017 voor €50 miljoen beleggen in het woningfonds CBRE DRES.

### Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden ultimo 2016 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in 2016 af met €29 miljoen tot €213 miljoen. De daling werd veroorzaakt door per saldo €24 miljoen aan- en verkopen en een negatief waarderingsresultaat van €5 miljoen.

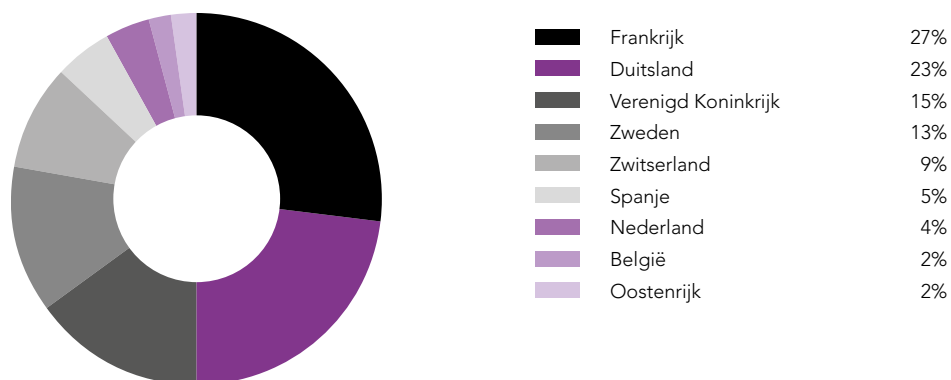
(bedragen in € x 1.000)	31-12-2016	31-12-2015
Stand begin boekjaar	241.908	200.959
Aankopen	26.129	60.311
Verkopen	-49.739	-47.548
Waarderingsresultaten	-5.291	28.186
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>213.007</b>	<b>241.908</b>

Het ontvangen dividend uit vastgoedaandelen bedroeg in 2016 €8,4 miljoen (3,7%) (2015: €6,9 miljoen (3,0%)).

## Jaarverslag

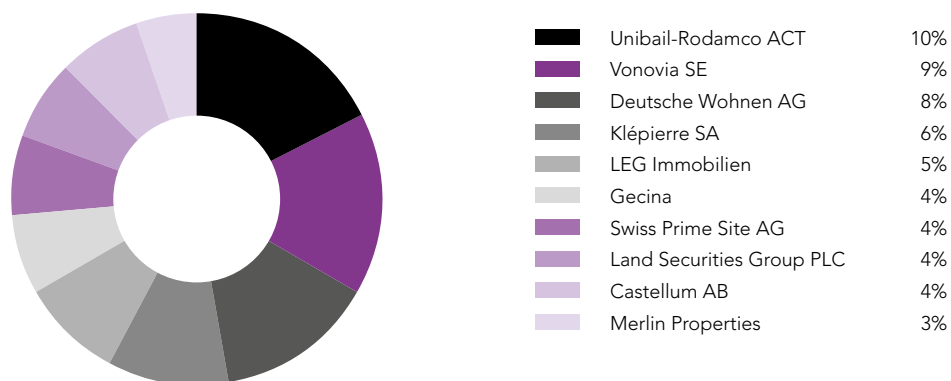
De beleggingen in vastgoedaandelen hadden ultimo 2016 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

**Figuur 3** Geografische spreiding vastgoedaandelen per 31-12-2016



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

**Figuur 4** 10 grootste beleggingen vastgoedaandelen per 31-12-2016





## Jaarverslag

### Resultaatontwikkeling

#### Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over 2016 zijn als volgt samen te vatten:

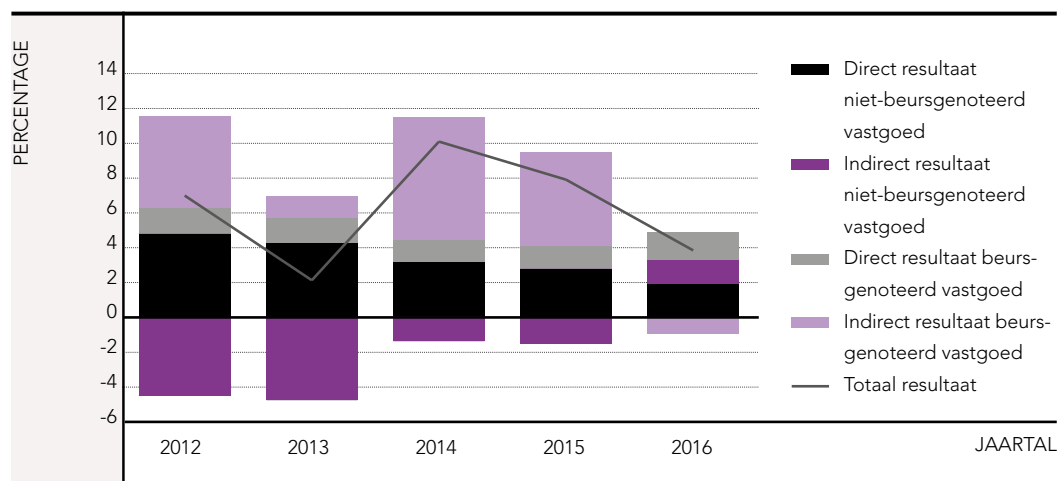
	2016	2015
Totaal operationeel inkomen	22.807	28.250
Totaal operationeel uitgaven	-7.299	-10.334
<b>Operationeel resultaat</b>	<b>15.508</b>	<b>17.916</b>
Gerealiseerde waarderingsresultaten	14.585	13.318
Financieringsresultaat	-156	-40
<b>Netto gerealiseerd investeringsresultaat</b>	<b>29.937</b>	<b>31.194</b>
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	-12.641	6.713
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>17.296</b>	<b>37.907</b>

Op certificaten die participanten ultimo 2015 reeds in bezit hadden is een rendement behaald van 3,2% (2015: 7,5%).

Het positieve fondsrendement werd behaald door zowel het directe resultaat van 3,4% (2015: 3,9%), als het indirecte resultaat van 0,4% (2015: 3,6%). De gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen waren per saldo €2,0 miljoen positief. De directe fondskosten bedroegen 0,58% in 2016, een daling van 0,07%-punt ten opzichte van 2015. De daling wordt voornamelijk veroorzaakt door beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Deze fondsen krijgen zelf reeds vergoedingen in rekening gebracht en a.s.r. vv brengt over deze beleggingen geen (dubbele) kosten in rekening aan het Fonds.

Onderstaande tabel geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands niet-beurgenoteerd vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds vanaf 2012. Daarnaast geeft de verbindingslijn het totale resultaat weer.

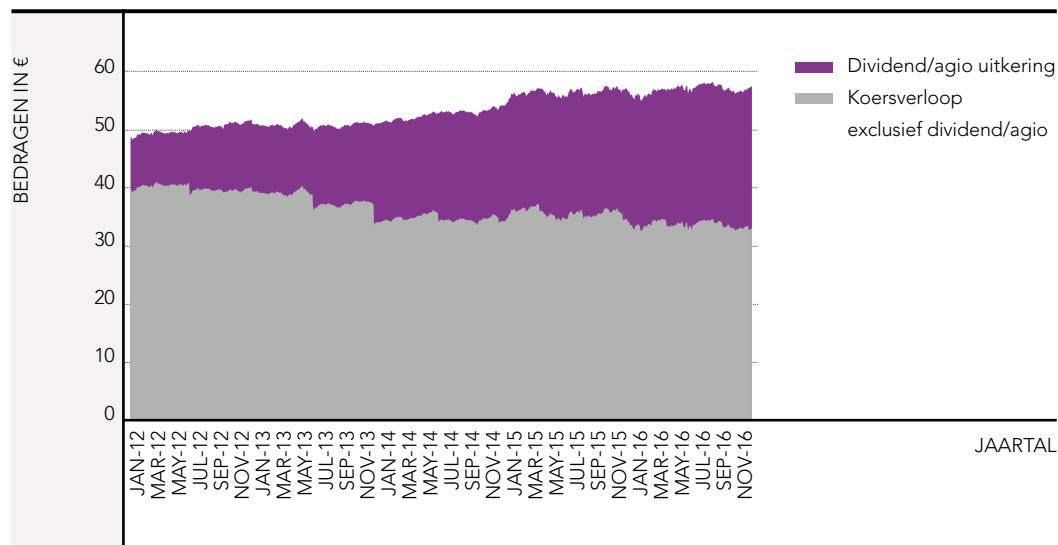
**Figuur 5 Niet-beurgenoteerd vastgoed & beursgenoteerd vastgoed, direct en indirect resultaat**



## Jaarverslag

De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 31 december 2016 €33,42 (2015: €34,34). Het Fonds behaalde in 2016 een positief resultaat per aandeel van €1,10. Door uitkering van dividend (€1,13) en een agio (€0,89) daalde de koers van het Fonds in 2016 met €0,92. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2012 ziet er als volgt uit:

**Figuur 6** Koersontwikkeling 2012 tot en met 2016



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

(bedragen x € 1)	2016	2015	2014	2013	2012
Opbrengst uit beleggingen	1,42	1,82	1,94	2,41	2,76
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	0,93	0,86	0,73	0,09	-0,19
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	-0,79	0,53	1,23	-1,48	0,48
Fondskosten	-0,46	-0,65	-0,79	-0,80	-0,82
Netto financieringskosten	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,01
<b>Resultaat per aandeel</b>	<b>1,10</b>	<b>2,56</b>	<b>3,11</b>	<b>0,22</b>	<b>2,22</b>
Belastingen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Resultaat per aandeel na belastingen</b>	<b>1,10</b>	<b>2,56</b>	<b>3,11</b>	<b>0,22</b>	<b>2,22</b>

## Jaarverslag

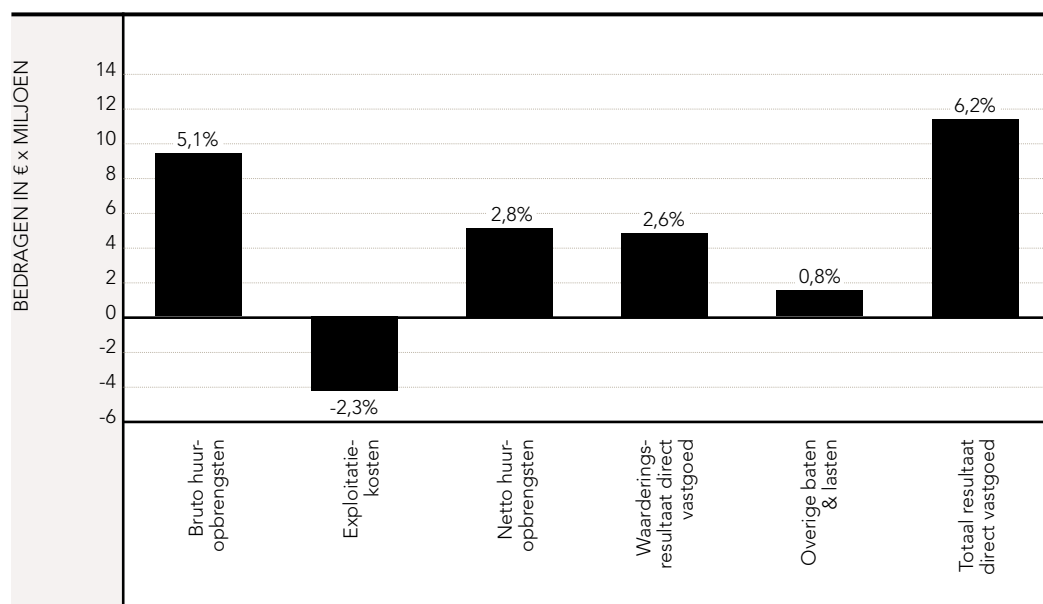
### Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van niet-beursgenoteerd vastgoed over 2016 zijn als volgt samen te vatten:

	2016	2015
Bruto huuropbrengsten	9.417	20.996
Exploitatiekosten	-4.215	-6.730
Dividend vastgoedfondsen	3.458	278
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	5.409	-8.433
Gerealiseerd waarderingsresultaat	1.924	287
Overige baten & lasten	1.533	61
<b>Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>17.526</b>	<b>6.459</b>

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

**Figuur 7** Direct vastgoed, opbouw resultaat 2016 (in bedragen en procenten van de waarde)



#### Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €9,4 miljoen en daarmee 5,1% van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2016 ten opzichte van respectievelijk €21,0 miljoen en 7,1% in 2015. De daling wordt voornamelijk veroorzaakt door het faillissement van V&D eind 2015 met als gevolg leegstand in 2016 en daarmee een daling van de bruto huuropbrengsten.

#### Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over 2016 bedroegen 26,7% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten en waren hiermee iets hoger dan 2015 (25,1%).

## Jaarverslag

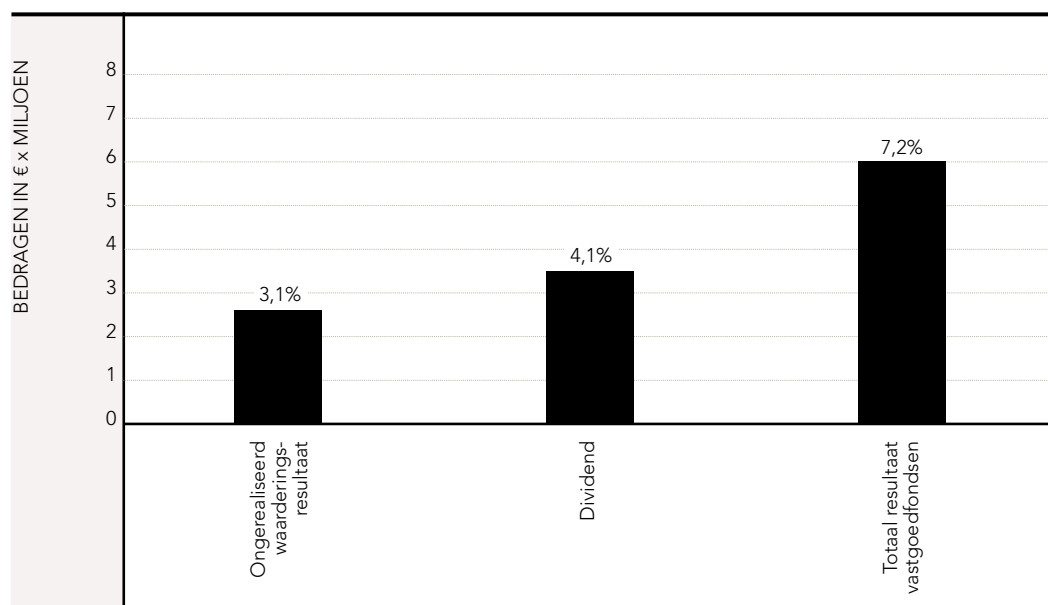
### Waarderingsresultaat direct vastgoed

	2016	%	2015	%
<b>Direct vastgoed</b>				
Kantoren	7.676	13,0%	-4.015	-5,1%
Winkels	-2.906	-2,3%	-4.223	-1,9%
<b>Totaal</b>	<b>4.770</b>	<b>2,6%</b>	<b>-8.238</b>	<b>-2,9%</b>

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed is €4,8 miljoen (2015: €8,2 miljoen negatief).

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

**Figuur 8** Vastgoedfondsen, opbouw resultaat 2016 (in bedragen en procenten van de waarde)



### Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

	2016	%	2015	%
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>				
Winkels	1.288	1,6%	91	1,5%
Kantoren	1.275	5,1%		
<b>Totaal</b>	<b>2.563</b>	<b>3,1%</b>	<b>91</b>	<b>1,5%</b>

Het waarderingsresultaat van de vastgoedfondsen is €2,6 miljoen (2015: €0,1 miljoen).

## Jaarverslag

### Dividend (vastgoedfondsen)

Op 8 december 2015 heeft het Fonds participaties in het ASR DPRF verkregen. Het dividend over 2016 bedroeg €3,5 miljoen en daarmee 4,2% van de NAV. Medio december 2016 heeft het Fonds participaties in het ASR DMOF verworven. Er is geen dividend uitgekeerd door ASR DMOF.

### Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

	2016	%	2015	%
<b>Kantoren</b>				
Direct vastgoed	7.676	13,0%	-4.015	-5,1%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.275	5,1%		
<b>Subtotaal</b>	<b>8.951</b>	<b>10,7%</b>	<b>-4.015</b>	<b>-5,1%</b>
<b>Winkels</b>				
Direct vastgoed	-2.906	-2,3%	-4.223	-1,9%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.288	1,6%	91	1,5%
<b>Subtotaal</b>	<b>-1.618</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-4.132</b>	<b>-1,4%</b>
<b>TOTAAL</b>	<b>7.333</b>	<b>2,7%</b>	<b>-8.147</b>	<b>-2,7%</b>

### Kantorenportefeuille

De waardeverandering van de kantorenportefeuille (10,7%) was in 2016 positiever dan in 2015 (-5,1%). Het grootste object van de directe kantorenportefeuille profiteerde van de positieve marktomstandigheden in Amsterdam (+8,4%). Een leegstaand object in Utrecht is verkocht aan een eigenaar/gebruiker die het gaat herontwikkelen en een grote premie op taxatiewaarde bood (+110%). De belegging in het ASR DMOF liet in een halve maand een herwaardering zien van 5,1%. ASR DMOF heeft de bieding op het verkregen vastgoed reeds in het eerste halfjaar gedaan, maar het vastgoed is pas geleverd medio december. De herwaardering heeft daardoor in feite betrekking op zes maanden.

De stijging van de taxatiewaarde van de kantorenportefeuille van het Fonds van 10,7% is groter dan de stijging van de benchmark voor kantoren van IPD Nederland, die een stijging van 5,4% liet zien.

### Winkelportefeuille

Het negatieve waarderingsresultaat van de winkelportefeuille was met 0,8% minder negatief dan in 2015 (1,4%). De als strategische aangemerkte winkels van de direct vastgoedportefeuille daalden met 0,5% in waarde en de niet-strategische winkels daalden met 13,5% in waarde. Dit bevestigt, net als bij de kantorenportefeuille, het beeld dat de divergentie tussen primaire en secundaire locaties groot blijft.

De daling van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds van 0,8% ligt in lijn met de benchmark voor winkels van IPD Nederland, die een afwaardering van 0,7% liet zien.

## Jaarverslag

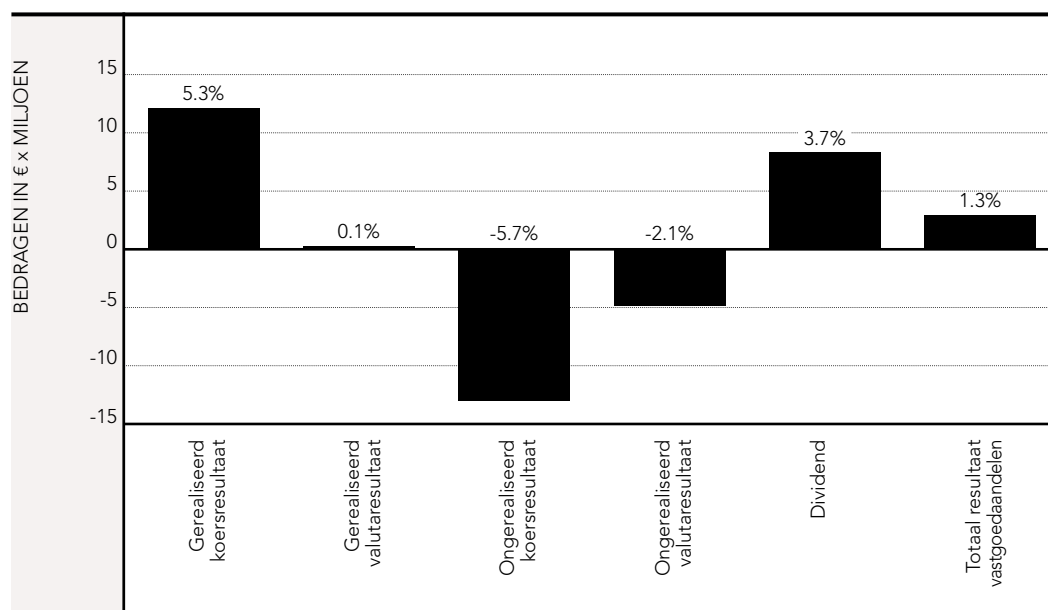
### Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van beursgenoteerd vastgoed over 2016 zijn als volgt samen te vatten:

	2016	2015
Gerealiseerd koersresultaat	12.328	11.718
Gerealiseerd valutaresultaat	332	1.313
Ongerealiseerd koersresultaat	-13.078	12.932
Ongerealiseerd valutaresultaat	-4.872	2.223
Dividend	8.399	6.915
Overige koers- en valutaresultaten	-99	-9
<b>Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>	<b>3.010</b>	<b>35.092</b>

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

**Figuur 9** Beursgenoteerd vastgoed opbouw resultaat 2016 (in bedragen en procenten van de waarde)



#### Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in 2016 €0,8 miljoen negatief (0,4%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €12,3 miljoen (5,3%). Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg €13,1 miljoen negatief (5,7%).

#### Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon en Zwitserse frank was €4,5 miljoen negatief (2,0%). Hiervan is €0,3 miljoen (0,1%) positief gerealiseerd en €4,9 miljoen (2,1%) negatief ongerealiseerd.

#### Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €8,4 miljoen steeg in bedrag en in percentage (3,7%) ten opzichte van 2015 (respectievelijk €6,9 miljoen en 3,0%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

## Analyse relatieve performance van het Fonds <sup>1)</sup>

### Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex (alle vergelijkbare objecten). Om tot de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te komen, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF en ASR DMOF), voegt het Fonds de resultaten van het vastgoedfonds samen met de resultaten zoals IPD deze weergeeft. Het Fonds heeft volgens deze methodiek een positief rendement behaald van 7,1% met een direct rendement van 4,1%. De IPD/ROZ Vastgoedindex behaalde een rendement van 12,2%, met een direct rendement van 4,6%.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille in lijn met de benchmark (beide 4,4%). De kantorenportefeuille presteerde beter (15,9% versus 10,8%) dan de IPD Nederland vastgoedindex. Het grootste deel van de afwijking ten opzichte van de benchmark wordt verklaard door de structuur en allocatie naar sectoren van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille. De best presterende sector in 2016 was de woningsector met een rendement van (16,2%), die voor zo'n 50% het resultaat van de benchmark bepaald, maar waar het Fonds momenteel geen beleggingen in heeft. Het Fonds is actief bezig beleggingen in de sector woningen te verkrijgen om zo de beoogde strategische sectorverdeling te verwezenlijken. Vanaf april 2017 zal het Fonds beleggen in een woningfonds, het CBRE Dutch Residential Fund. Hierdoor zal de samenstelling van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille van het Fonds tevens meer in lijn komen met de sectorverdeling van 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 2016 0,41% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 0,42%, terwijl de benchmark uitkwam op 0,01%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking).

### Verhouding direct en indirect vastgoed

In 2016 bedroeg de gemiddelde verhouding van niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed respectievelijk 57,2% en 42,8%, ten opzichte van de strategische verdeling van 65% direct vastgoed en 35% vastgoedaandelen. De overweging in vastgoedaandelen droeg in Q1 tot en met Q3 positief bij aan de performance van het Fonds. Maar met name door de verhoogde volatiliteit in Q4 2016 was de totale bijdrage over het hele jaar 2016 0,38% negatief op het resultaat van het Fonds.

*Utrecht, 29 maart 2017*

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE

De heer drs. M.R. Lavooi

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 ROZ/ 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.





# Jaarrekening 2016

# Balans

voor resultaatbestemming (bedragen in € x 1.000)

		31-12-2016	31-12-2015
	TOELICHTING		
<b>ACTIVA</b>			
<b>Vastgoed beleggingen</b>			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	171.664	206.631
- Vastgoedfondsen	1.1	106.920	86.680
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	213.007	241.908
		<b>491.591</b>	<b>535.219</b>
<b>Vorderingen en overlopende posten</b>			
Debiteuren	2.1	114	487
Te vorderen servicekosten	2.2	472	275
Vorderingen en overlopende activa	2.3	3.332	1.347
Belastingvorderingen	2.4	1.345	1.156
		<b>5.263</b>	<b>3.265</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	3.1	34.446	8.797
		<b>34.446</b>	<b>8.797</b>
<b>TOTAAL ACTIVA</b>		<b>531.300</b>	<b>547.281</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	15.816	15.816
Agioreserve	4	624.733	638.733
Herwaarderingsreserve	4	18.788	18.663
Overige reserve	4	-148.137	-168.042
Onverdeeld resultaat	4	17.296	37.907
		<b>528.496</b>	<b>543.077</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Crediteuren	5.1	330	395
Overige schulden	5.2	1.158	2.082
Overlopende passiva	5.3	1.316	1.727
		<b>2.804</b>	<b>4.204</b>
<b>TOTAAL PASSIVA</b>		<b>531.300</b>	<b>547.281</b>

# Winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000)

		2016	2015
	TOELICHTING		
<b>OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN</b>			
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6	9.417	20.996
Dividend vastgoedfondsen	7	3.458	278
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8	8.399	6.915
Interestbaten	9	1	0
Overige baten & lasten		1.533	61
<b>TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN</b>		<b>22.808</b>	<b>28.250</b>
<b>WAARDERINGSRESULTATEN</b>			
<b>Gerealiseerde waardeveranderingen</b>			
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1	1.925	287
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	12.328	11.718
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	332	1.313
		<b>14.585</b>	<b>13.318</b>
<b>Ongerealiseerde waardeveranderingen</b>			
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2	2.845	-8.524
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2	2.563	91
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-13.078	12.932
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-4.872	2.223
		<b>-12.542</b>	<b>6.722</b>
Overige koers- en valutaresultaten		-99	-9
<b>TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN</b>		<b>1.944</b>	<b>20.031</b>
<b>TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT</b>		<b>24.752</b>	<b>48.281</b>
<b>KOSTEN</b>			
Exploitatiekosten	11.1	-4.323	-6.730
Beheerkosten	11.2	-2.547	-3.072
Administratiekosten	11.3	-258	-256
Interestlasten	11.4	-157	-40
Overige kosten	11.5	-171	-276
<b>TOTAAL KOSTEN</b>		<b>-7.456</b>	<b>-10.374</b>
<b>OPERATIONEEL RESULTAAT</b>		<b>17.296</b>	<b>37.907</b>
Belastingen		0	0
<b>TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN</b>		<b>17.296</b>	<b>37.907</b>

# Kasstroomoverzicht

(bedragen in € x 1.000)

		31-12-2016	31-12-2015
	TOELICHTING		
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>			
Bedrijfsresultaat		17.296	37.907
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-14.585	-13.318
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	12.542	-6.722
Verhuurkortingen	1.1	1.499	261
Aankopen/investeringen direct vastgoed	1.1	-672	-2.686
Aankopen/investeringen/overige mutaties vastgoedfondsen	1.1	-17.677	-86.589
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-26.129	-60.311
Verkopen direct vastgoed	1.1	38.910	93.816
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	0	0
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	49.739	47.548
Mutatie kortlopende vorderingen	2	-1.998	3.435
Mutatie kortlopende schulden	5	-1.400	-6.980
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>		<b>57.525</b>	<b>6.361</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>			
Uitgifte aandelen	4	0	32.845
Uitgekeerd dividend	4	-17.877	-16.988
Uitgekeerd agio	4	-14.000	-22.000
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		<b>-31.877</b>	<b>-6.143</b>
<b>NETTO KASSTROOM</b>		<b>25.649</b>	<b>218</b>
Koers- en omrekeningsverschillen op liquide middelen		0	0
<b>MUTATIE LIQUIDE MIDDELEN</b>		<b>25.649</b>	<b>218</b>
Liquide middelen vorig boekjaar		8.797	8.579
Mutatie liquide middelen		25.649	218
<b>SALDO LIQUIDE MIDDELEN</b>		<b>34.446</b>	<b>8.797</b>

## Overzicht totaal resultaat

(bedragen in € x 1.000)

	2016	2015
Resultaat na belastingen	17.296	37.907
Rechtstreekse mutaties in het eigen vermogen	0	0
<b>TOTAAL RESULTAAT</b>	<b>17.296</b>	<b>37.907</b>

## Jaarrekening

### Toelichting op de jaarrekening

#### Algemeen

Het Fonds is opgericht op 1 maart 2006 naar Nederlands recht en gevestigd op Archimedeslaan 10, 3584 BA Utrecht.

#### Toegepaste standaarden

De jaarrekening is opgesteld in euro's en volgens de wettelijke voorschriften en bepalingen van Titel 9, Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek, de richtlijnen van de Raad voor de Jaarverslaggeving en de Wet op het financieel toezicht.

In verband met het inzichtvereiste is het model voor beleggingsinstellingen gehanteerd voor de resultatenrekening, zoals opgenomen in het Besluit Modellen Jaarrekening. Het boekjaar van het Fonds is gelijk aan het kalenderjaar. Deze jaarrekening is opgesteld uitgaande van continuïteit van de onderneming.

#### Grondslagen voor de waardering en resultaatbepaling

##### Algemeen

Voor zover niet anders is vermeld, worden activa en passiva opgenomen tegen nominale waarde. Een actief wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de toekomstige economische voordelen naar de onderneming zullen toevloeien en de waarde daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld. Een verplichting wordt in de balans opgenomen wanneer het waarschijnlijk is dat de afwikkeling daarvan gepaard zal gaan met een uitstroom van middelen die economische voordelen in zich bergen en de omvang van het bedrag daarvan betrouwbaar kan worden vastgesteld. Baten worden in de winst-en-verliesrekening opgenomen wanneer een vermeerdering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermeerdering van een actief of een vermindering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld. Lasten worden verwerkt wanneer een vermindering van het economisch potentieel, samenhangend met een vermindering van een actief of een vermeerdering van een verplichting, heeft plaatsgevonden, waarvan de omvang betrouwbaar kan worden vastgesteld. Indien een transactie ertoe leidt dat nagenoeg alle of alle toekomstige economische voordelen en alle of nagenoeg alle risico's met betrekking tot een actief of verplichting aan een derde zijn overgedragen, wordt het actief of de verplichting niet langer in de balans opgenomen. Verder worden activa en verplichtingen niet meer in de balans opgenomen vanaf het tijdstip waarop niet meer wordt voldaan aan de voorwaarden van waarschijnlijkheid van de toekomstige economische voordelen en/of betrouwbaarheid van de bepaling van de waarde.

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

Toelichting overige algemene grondslagen:

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

---

## Jaarrekening

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

### Transactiedatum en afwikkelingsdatum

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

### Fiscale status

Het Fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling (FBI) conform artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Het fondsresultaat is daarom in beginsel onderworpen aan een vennootschapsbelastingtarief van 0%, mits aan alle daarvoor geldende eisen bij uitkering wordt voldaan. Op 29 januari 2016 heeft de Staatssecretaris een nieuw besluit uitgevaardigd waarin hij heeft aangegeven dat alleen indien de verzekeraar (de juridisch eigenaar) geen enkel economisch belang heeft bij de aandelen in het Fonds unit-linked polishouder als aandeelhouder/certificaathouder kunnen worden aangemerkt. De verzekeraar, ASR Levensverzekering N.V., heeft op dit moment wel enig economisch belang in het Fonds. Met de belastingdienst heeft in 2016 afstemming over dit besluit plaatsgevonden. Voor de toepassing van dit besluit geldt een overgangstermijn van 5 jaar, zodat op basis hiervan tot 11 januari 2021, effectief tot en met het boekjaar eindigend op 31 december 2020, de unit-linked polishouder als aandeelhouder/certificaathouder worden aangemerkt.

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

### Transacties met verbonden partijen

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

Voor het Fonds zijn het bestuur en management van ASR Nederland N.V. en ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V. en de leden van de Raad van Advies de verbonden partijen.

Daarnaast gaat het om entiteiten die zeggenschap hebben of die substantieel invloed kunnen uitoefenen. In dit verband zijn ook ASR levensverzekering N.V., Stichting ASR Bewaarder, ASR Dutch Prime Retail Fund en ASR Dutch Mobility Office Fund als verbonden partij aan te merken.

De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontvangt voor het beheer van het Fonds een vergoeding van 55 basispunten van het fondsvermogen. Daarnaast is het Fonds een administratievergoeding verschuldigd aan ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V. Zie de paragrafen 11.2 en 11.3 van de toelichting op de winst- en verliesrekening voor een nadere toelichting.

De transacties worden op zakelijke grondslag uitgevoerd tegen voorwaarden die vergelijkbaar zijn met die van transacties met derden.

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

### Financiële instrumenten

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

## Jaarrekening

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

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

### Saldering

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

### Niet-beursgenoteerd vastgoed - direct vastgoed

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

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

De waardering van het onroerend goed in exploitatie vindt plaats op basis van de RICS waarderingsrichtlijnen, RICS Redbook editie 2014. Daarbij wordt de marktwaarde bepaald op basis van de kapitalisatie van markthuren minus de exploitatiekosten, zoals onderhoud, verzekeringskosten en vaste lasten. Per object worden de netto kapitalisatiefactor en de contante waarde van de verschillen tussen markthuurlen en contractuele huur, leegstand en uitgaven voor onderhoud bepaald.

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

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

Een waardeverandering wordt in de winst- en verliesrekening verwerkt van de periode waarin de wijziging zich voordoet. Voor het ongerealiseerde deel van de waardeverandering wordt, onder aftrek van eventuele belastingen, een herwaarderingsreserve gevormd ten laste van de overige reserve. De herwaarderingsreserve is gelijk aan het verschil tussen de boekwaarde van de verkrijgings- of de vervaardigingsprijs en de reële waarde. De daarbij gebruikte verkrijgings- of vervaardigingsprijs is de initiële verkrijgings- of vervaardigingsprijs zonder rekening te houden met afschrijvingen of bijzondere waardeverminderingen.

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



## Jaarrekening

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

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

### Taxatie van direct vastgoed

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

- RICS Valuation Standards, 7 Edition (de 'Red Book').
- De International Valuations Standards Council (IVS), in overeenstemming met de International Valuation Standards van juni 2013, geldig vanaf 1 januari 2014.
- The Alternative Investment Fund Managers richtlijn (AIFMD), in overeenstemming met de Richtlijn 2011/61/ EU van 8 juni 2011 en een aanvulling dd 19 december 2012.
- De 28 aanbevelingen van het Platform Taxateurs en Accountants zoals vermeld in de publicatie "Goed Gewaardeerd Vastgoed" dd 27 mei 2013.

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

### Waarderings technieken

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

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

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

## Jaarrekening

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

### Niet-beursgenoteerd vastgoed - vastgoedfondsen

De vastgoedfondsen worden gewaardeerd op basis van reële waarde. Bij de eerste opname worden deze beleggingen gewaardeerd tegen verkrijgingsprijs: de reële waarde van de gegeven vergoeding exclusief aankoopkosten. Vervolgens worden de beleggingen na eerste opname gewaardeerd op reële waarde, zijnde de INREV netto vermogenswaarde van het fonds. Alle gerealiseerde en niet-gerealiseerde winsten en verliezen worden opgenomen in het waarderingsresultaat. De verdiende rente op aangehouden beleggingen wordt verantwoord in het beleggingsresultaat.

### Beursgenoteerd vastgoed

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

Zie bijlage 3 (pagina 81) 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

### Vlottende activa en kortlopende schulden

De posten onder vlottende activa worden gewaardeerd tegen geamortiseerde kostprijs minus een voorziening voor oninbaarheid. Deze voorziening wordt opgenomen wanneer objectief vaststaat dat het Fonds niet alle vorderingen (debiteuren en servicekosten) zal ontvangen conform de afspraken. De hoogte van de voorziening beslaat het verschil tussen de boekwaarde van het actief en de geschatte toekomstige kasstromen. De mutatie in de voorziening wordt verwerkt in de resultatenrekening.

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

### Herwaarderingsreserve

Waardevermeerderingen van zowel direct vastgoed als niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden opgenomen in de herwaarderingsreserve. De herwaarderingsreserve wordt gevormd per individueel actief en is niet hoger dan het verschil tussen de boekwaarde op basis van historische kostprijs en de boekwaarde op basis van actuele waarde. De herwaarderingsreserve wordt verminderd met de gerealiseerde herwaarderingsreserve (verband houdend met systematische afschrijvingen van het actief). Op de herwaarderingsreserve worden waardeverminderingen van het betreffende actief, niet zijnde systematische afschrijvingen, in mindering gebracht. Als een actief wordt vervreemd, valt een eventueel aanwezige herwaarderingsreserve met betrekking tot dat actief vrij ten gunste van de overige reserves.

### Valuta

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

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

## Jaarrekening

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

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

### Omrekenkoersen per 31 december 2016 met als tegenwaarde 1 euro:

	31 december 2016	31 december 2015
Engelse pond	0,8536	0,73705
Zwitserse frank	1,072	1,0874
Zweedse kroon	9,582	9,15815

### Resultaatbepaling

Het resultaat wordt bepaald door het verschil tussen de beleggingsopbrengsten en de kosten die zijn ontstaan in de verslagperiode.

Dividendbaten worden in de winst- en verliesrekening opgenomen op het moment dat het recht van de entiteit op betaling wordt gevestigd.

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

### Huuropbrengsten

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

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

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

### Gebruik van schattingen

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

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

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

## Jaarrekening

### **Kasstroomoverzicht**

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

## Jaarrekening

### Toelichting op de balans

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

#### 1 Vastgoed beleggingen

##### 1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

	31-12-2016	31-12-2015
<b>Direct vastgoed</b>		
<i>Onroerend goed in exploitatie</i>		
Stand begin boekjaar	206.631	306.259
Aankopen	0	2.018
Investeringen	672	668
Verhuurkortingen	-1.499	-261
Verkopen	-38.910	-93.816
Gerealiseerd waarderingsresultaat	1.925	287
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.845	-8.524
<b>Totaal</b>	<b>171.664</b>	<b>206.631</b>

Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2016 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 80 (bijlage 2).

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

	31-12-2016	31-12-2015
Kantorenportefeuille	50.365	76.312
Winkelportefeuille	121.299	130.319
<b>Totaal</b>	<b>171.664</b>	<b>206.631</b>

In 2016 zijn twee winkelobjecten en zeven kantoorobjecten verkocht met een verkoopopbrengst van €38,9 miljoen en een verkoopresultaat van €1,9 miljoen.

	31-12-2016	31-12-2015
<b>Vastgoedfondsen</b>		
<i>Deelnemingen in vastgoedfondsen</i>		
Stand begin boekjaar	86.680	0
Aankopen	25.000	86.589
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.563	91
Overige mutaties	-7.323	0
<b>Totaal</b>	<b>106.920</b>	<b>86.680</b>

Naast het belang in het ASR Dutch Prime Retail Fund heeft het Fonds medio december 2016 participaties ter waarde van €25 miljoen verworven in het ASR Dutch Mobility Office Fund. Het ASR Dutch Prime Retail Fund heeft in januari 2016 een terugbetaling van kapitaal gedaan van €7,3 miljoen.

Het belang van het Fonds in de vastgoedfondsen ultimo 2016 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 80 (bijlage 2).

## Jaarrekening

### 1.2 Beursgenoteerd vastgoed

	31-12-2016	31-12-2015
Stand begin boekjaar	241.908	200.959
Aankopen	26.129	60.311
Verkopen	-49.739	-47.548
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	12.660	13.031
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	-17.951	15.155
<b>Totaal</b>	<b>213.007</b>	<b>241.908</b>

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

### 1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) inclusief vastgoedfondsen in 2016 was 18,89 (2015: 29,12). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 18,29 betekent dat in 1 jaar 18,29% 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.

Beleggingen	Marktwaardebepaling	31-12-16	31-12-15
Direct vastgoed	Externe taxaties	171.664	206.631
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde	106.920	86.680
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	213.007	241.908

## Jaarrekening

### 2 Vorderingen en overlopende posten

#### 2.1 Debiteuren

	31-12-2016	31-12-2015
Debiteuren	325	1.863
Voorziening dubieuze debiteuren	-211	-1.376
<b>Totaal</b>	<b>114</b>	<b>487</b>

De afname van de debiteuren en de voorziening wordt grotendeels veroorzaakt door het afboeken van de vorderingen op het failliet V&D. In februari 2017 zijn de gelden alsnog ontvangen. De vordering is in deze jaarrekening opgenomen onder de overige vorderingen en de vrijval van de reeds in 2015 getroffen voorziening is opgenomen onder de overige baten & lasten.

#### 2.2 Te vorderen servicekosten

	31-12-2016	31-12-2015
Servicekosten	490	286
Voorziening servicekosten	-18	-11
<b>Totaal</b>	<b>472</b>	<b>275</b>

#### 2.3 Vorderingen en overlopende activa

	31-12-2016	31-12-2015
Dividend vorderingen	966	402
Leningen aan huurders	108	217
Nog te ontvangen bedragen	484	0
Overige vorderingen	1.774	728
<b>Totaal</b>	<b>3.332</b>	<b>1.347</b>

De nog te ontvangen bedragen betreft de vordering op participanten inzake de afhandeling van orders die in de laatste dagen van december 2016 ingelegd zijn en waarvan de betaling na jaareinde (respectievelijk op 2 januari 2017, 3 januari 2017 en op 4 januari 2017) heeft plaatsgevonden.

De overige vorderingen betreft met name een uitstaande vordering op V&D inzake een huurherzieningsprocedure. Op 2 februari 2017 is dit bedrag ontvangen. Verder zijn er voor €172 duizend overlopende posten en een vooruitbetaalde ontwikkelvergoeding van €323 duizend.

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

## Jaarrekening

### 2.4 Belastingvorderingen

	31-12-2016	31-12-2015
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.345	1.156
<b>Totaal</b>	<b>1.345</b>	<b>1.156</b>

De nog te ontvangen dividend- en bronbelasting hebben betrekking op het beursgenoteerd vastgoed en ontstaan vanuit de inhouding van belastingen op ontvangen dividenden. De dividend en bronbelasting kan worden teruggevraagd in het land van herkomst. De toename van de nog te ontvangen dividend- en bronbelasting is met name te verklaren door de doorlooptijd in de afwikkeling van deze posten.



---

## Jaarrekening

### 3 Overige activa

#### 3.1 Liquide middelen

	31-12-2016	31-12-2015
Banksaldi	34.446	8.797
<b>Totaal</b>	<b>34.446</b>	<b>8.797</b>

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds.

## Jaarrekening

### 4 Eigen vermogen

#### 4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

	Geplaatst aandelenkapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserves	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
<b>Stand 1 januari 2015</b>	14.902	628.802	40.638	-218.182	45.153	511.313
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	45.153	-45.153	0
Uitkering dividend	0	0	0	-16.988	0	-16.988
Uitkering agio	0	-22.000	0	0	0	-22.000
Uitgifte aandelen	914	31.931	0	0	0	32.845
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-21.975	21.975	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	37.907	37.907
<b>STAND 31 DECEMBER 2015</b>	<b>15.816</b>	<b>638.733</b>	<b>18.663</b>	<b>-168.042</b>	<b>37.907</b>	<b>543.077</b>
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	37.907	-37.907	0
Uitkering dividend	0	0	0	-17.877	0	-17.877
Uitkering agio	0	-14.000	0	0	0	-14.000
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	125	-125	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	17.296	17.296
<b>STAND 31 DECEMBER 2016</b>	<b>15.816</b>	<b>624.733</b>	<b>18.788</b>	<b>-148.137</b>	<b>17.296</b>	<b>528.496</b>

#### 4.2 Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten

	ASR leven	ASR Bewaarder	Totaal
Stand per begin boekjaar	12.959	2.857	15.816
Aandelen transacties	-754	754	0
Uitgifte certificaten	0	0	0
<b>Totaal</b>	<b>12.205</b>	<b>3.611</b>	<b>15.816</b>

#### Intrinsieke waarde

	31-12-2016	31-12-2015	31-12-14
Intrinsieke waarde van het fonds	528.496	543.077	511.313
Uitstaande certificaten	15.816	15.816	14.902
Intrinsieke waarde per certificaat	33,42	34,34	34,31

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

## Jaarrekening

### 5 Kortlopende schulden

#### 5.1 Crediteuren

	31-12-2016	31-12-2015
Crediteuren	330	395
<b>Totaal</b>	<b>330</b>	<b>395</b>

De openstaande crediteuren hebben betrekking op de exploitatie van het direct vastgoed.

#### 5.2 Overige schulden

	31-12-2016	31-12-2015
Waarborgsommen	19	30
Nog te betalen beheervergoeding	609	766
Nog te betalen accountantskosten	73	98
Nog te betalen belastingen	0	509
Nog te betalen aan participanten	0	123
Overige kortlopende schulden	457	556
<b>Totaal</b>	<b>1.158</b>	<b>2.082</b>

De overige kortlopende schulden betreffen voor €457 duizend aan overlopende kosten en betreffen met name nog te betalen kosten inzake het beheer van beursgenoteerd vastgoed, nog te betalen taxatiekosten, nog te betalen onderhoudskosten, nog te betalen rentelasten en nog te betalen advieskosten.

#### 5.3 Overlopende passiva

	31-12-2016	31-12-2015
Vooruitontvangen huur	1.316	1.727
<b>Totaal</b>	<b>1.316</b>	<b>1.727</b>

De vooruitontvangen huren betreffen ontvangen betalingen van huurders welke betrekking hebben op perioden na balansdatum.

#### 5.4 Niet in de balans opgenomen verplichtingen en activa

Het Fonds heeft zich geïnteresseerd in de herontwikkeling van objecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen in de periode 2017-2019, waarvan naar verwachting €10 miljoen in het eerste halfjaar van 2017 uitgegeven zal worden. Inzake een afgesloten huurovereenkomst met Hudson's Bay Company voor een object in Amersfoort zal het Fonds €16 miljoen investeren.

Het Fonds heeft zich geïnteresseerd in een belegging in het CBRE Dutch Residential Fund voor €50 miljoen. Naar verwachting zal deze belegging op 1 april 2017 worden verworven.

## Jaarrekening

### Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

#### 6 Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

	2016	2015
Theoretische huuropbrengsten	16.163	26.839
Leegstand	-4.442	-4.101
Verhuurkortingen	-2.304	-1.742
<b>Bruto huuropbrengsten</b>	<b>9.417</b>	<b>20.996</b>

#### 6.1 Toekomstige minimale huuropbrengsten

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

	31-12-2016	31-12-2015
Korter dan 1 jaar	11.460	15.158
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	34.630	53.250
Langer dan 5 jaar	36.073	19.848
<b>Totaal</b>	<b>82.163</b>	<b>88.256</b>

#### 7 Dividend vastgoedfondsen

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

Het verantwoorde dividend onder deze post bestaat in 2016 geheel uit ontvangen dividend uit de belegging in het ASR DPRF.

#### 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.

## Jaarrekening

### 10 Waarderingsresultaten

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

#### 10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

	2016	2015
<b>NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	2.894	287
Direct vastgoed negatief	-969	0
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>1.925</b>	<b>287</b>
<b>BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
Koersresultaat positief	12.328	11.718
Koersresultaat negatief	0	0
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>12.328</b>	<b>11.718</b>
Valutare resultaat positief	332	1.313
Valutare resultaat negatief	0	0
<b>Totaal valutare resultaat</b>	<b>332</b>	<b>1.313</b>
<b>Totaal gerealiseerde waardeveranderingen</b>	<b>14.585</b>	<b>13.318</b>

#### 10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

	2016	2015
<b>NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	7.518	11.991
Direct vastgoed negatief	-4.673	-20.515
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>2.845</b>	<b>-8.524</b>
<b>Vastgoedfondsen</b>		
Vastgoedfondsen positief	2.563	91
Vastgoedfondsen negatief	0	0
<b>Totaal vastgoedfondsen</b>	<b>2.563</b>	<b>91</b>
<b>BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
Koersresultaat positief	0	12.932
Koersresultaat negatief	-13.078	0
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>-13.078</b>	<b>12.932</b>
Valutare resultaat positief	0	2.223
Valutare resultaat negatief	-4.872	0
<b>Totaal valutare resultaat</b>	<b>-4.872</b>	<b>2.223</b>
<b>Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen</b>	<b>-12.542</b>	<b>6.722</b>

## Jaarrekening

### 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:

	2016	2015
Onderhoudskosten	893	2.345
Vaste lasten	599	862
Leegstand servicekosten	573	780
Taxatiekosten	50	112
Overige exploitatiekosten	2.208	2.631
<b>Totaal</b>	<b>4.323</b>	<b>6.730</b>

Onder vaste lasten vallen aan vastgoed in exploitatie gerelateerde belastingen en verzekeringen. De overige exploitatielasten bestaan voor €0,9 miljoen uit afgeboekte oninbare huren van V&D over 2016.

In de exploitatiekosten zijn voor €96 duizend aan kosten verantwoord welke betrekking hebben op objecten waar over het gehele jaar 2016 geen huurinkomsten zijn gegenereerd. Hiervan heeft €86 duizend betrekking op servicekosten. Het betreffende object is in december 2016 verkocht.

De exploitatiekosten zijn in lijn met de kostenstructuur zoals opgenomen in het prospectus (0,65%) en worden meegenomen in de lopende kostenfactor.

#### 11.2 Beheerkosten

	2016	2015
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	2.530	3.057
Bewaarloon Custodian	17	15
<b>Totaal</b>	<b>2.547</b>	<b>3.072</b>

#### Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontving in 2016 voor het beheer een vergoeding van 0,55% van het fondsvermogen exclusief vastgoedfondsen. Het gemiddelde fondsvermogen wordt berekend op dagbasis. Het Fonds betaalt geen prestatievergoedingen.

#### Beloning van de beheerder

Alle werknemers en directieleden die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst bij ASR Nederland N.V. Tussen a.s.r. vv en de HR-afdeling van ASR Nederland N.V. bestaat een inleenovereenkomst. De voorwaarden van deze overeenkomst zijn met terugwerkende kracht vanaf 1 januari 2014 van kracht. Tussen ASR Nederland N.V. en a.s.r. vv bestaat een overeenkomst inzake de allocatie van de kosten. Tussen beide entiteiten is een kostenallocatiemethodiek afgesproken, waarmee op basis van fte-gedreven kostenallocatiesleutels de personeelskostentoerekening aan a.s.r. vv plaatsvindt. Verdere informatie inzake het beloningsbeleid is terug te vinden op de website [www.asr.nl](http://www.asr.nl).

## Jaarrekening

### Beloning over het boekjaar

De totale kosten van a.s.r. vv (beheerder van het Fonds) bedraagt over het boekjaar 2016: €22,2 miljoen (2015: €18,7 miljoen). In de winst- en verliesrekening worden de baten en lasten toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben. De totale kosten bestaan uit een totale last aan personeelskosten van €13,5 miljoen (2015: 11,8 miljoen) gebaseerd op gemiddeld 134 fte, waaronder 2 directieleden. Van de totale personeelskosten is €0,4 miljoen (2015: €0,4 miljoen) toe te wijzen aan de directie van de beheerder. Het overige deel van de personeelskosten heeft betrekking op de overige personeelsleden. Per jaareinde 2016 luidt het aantal fte in dienst van a.s.r. vv: 141 (2015: 124). De overige kosten, bestaande uit onder andere ICT, Business Support, advieskosten en marketingkosten, bedroegen €8,7 miljoen (2015: €6,9 miljoen). De beloning voor het beheer van het Fonds ten gunste van a.s.r. vv bedraagt in 2016: €2,5 miljoen (2015: €3,1 miljoen).

Het aantal personeelsleden van a.s.r. vv dat geheel of gedeeltelijk bij de activiteiten van het Fonds betrokken is wordt geschat op 12 fte. Deze schatting is gebaseerd op het belegd vermogen van het Fonds ten opzichte van het totaal beheerd vermogen door a.s.r. vv.

De totale beloning voor de medewerkers van a.s.r. vv die betrokken zijn bij het Fonds bedraagt €1,1 miljoen (2015: €1,3 miljoen). Dit bedrag is door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het Fonds. De onderstaande tabel geeft een schatting weer van de beloning van de medewerkers betrokken bij het Fonds:

2016 (bedragen x € 1.000)	Aantal begunstigden	Vaste beloning	Variabele beloning	Totaal beloning	Procentuele verdeling
Directie	2	33	-	33	3%
Identified staff	0	-	-	-	0%
Overige medewerkers	10	1.082	-	1.082	97%
<b>Totaal</b>	<b>12</b>	<b>1.115</b>	<b>-</b>	<b>1.115</b>	<b>100%</b>

2015 (bedragen x € 1.000)	Aantal begunstigden	Vaste beloning	Variabele beloning	Totaal beloning	Procentuele verdeling
Directie	2	44	-	44	3%
Identified staff	0	-	-	-	0%
Overige medewerkers	11	1.254	-	1.254	97%
<b>Totaal</b>	<b>13</b>	<b>1.298</b>	<b>-</b>	<b>1.298</b>	<b>100%</b>

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

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

### Lopende kosten

De lopende kosten inclusief exploitatiekosten van direct vastgoed bedroegen in 2016 1,65% (2015: 1,65%). De lopende kosten betreffen alle kosten die gedurende 2016 ten laste van het Fonds zijn gebracht gerelateerd aan de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. Dit betreft zowel kosten die bij het Fonds, als kosten die bij vastgoedfondsen waarin het Fonds participeert, in rekening gebracht zijn. Het Fonds betaalt geen fee aan de beheerder van het Fonds over beleggingen in vastgoedfondsen om dubbele fees te voorkomen. De lopende kosten exclusief exploitatiekosten van direct vastgoed bedroegen in 2016 0,65% (2015: 0,66%). Dit is in lijn met de kostenstructuur zoals opgenomen in het prospectus (0,65%).

## Jaarrekening

### Bewaarloon custodian

Voor de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille is het Fonds 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 de beleggingen, zoals settlementkosten, corporate actions en transactiekosten worden gedragen door en rechtstreeks ten laste gebracht van het Fonds.

### 11.3 Administratiekosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €194 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 het aangehouden rekening-courantkrediet.

### 11.5 Overige kosten

	2016	2015
Accountantskosten	99	99
Overige kosten	72	177
<b>Totaal</b>	<b>171</b>	<b>276</b>

### 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 €99.000, waarvan €72.600 nog betaald moet worden.

### Werknemers

Het Fonds heeft in 2016 geen personeel in dienst (2015: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. vv. De personeelskosten worden door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het Fonds.

### Bezoldiging

De vergoeding van €15.000 (exclusief btw) over 2016, aan het externe lid van de Raad van Advies (RvA), bestaat uit periodiek betaalde beloningen. Over het jaar 2015 was de vergoeding eveneens €15.000 (exclusief btw). Verder zijn er geen bezoldigingen uitbetaald of toegekend aan directie en RvA-leden.



---

## Jaarrekening

### 12 Resultaatbestemming

#### Voorstel resultaatverdeling

##### Dividend

Conform de statuten zal aan de houders van de aandelen op de komende Algemene Vergadering van Aandeelhouders worden voorgesteld een dividend uit te keren.

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

##### Voorstel resultaatverdeling

Het voor uitkering beschikbare resultaat bedraagt:

(bedragen x € 1.000)	2016
Voor uitkering beschikbare fiscale winst	15.043

Het voorstel is om een dividend uit te keren van €0,95 per aandeel.

## Gebeurtenissen na balansdatum

Er hebben geen gebeurtenissen na balansdatum plaatsgevonden die vermeld dienen te worden.

*Utrecht, 29 maart 2017*

ASR Property Fund N.V. Directie,

De heer drs. D. Gort MRE

De heer drs. M.R. Lavooi

---

# Overige gegevens

## Statutaire regeling resultaatbestemming

Artikel 19 van de statuten bepaalt:

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

## Overige gegevens

Aan: de algemene vergadering van ASR Property Fund N.V.

## Controleverklaring van de accountant

### Verklaring over de in het jaarsverslag opgenomen jaarrekening 2016

#### Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2016 van ASR Property Fund N.V. te Utrecht gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarsverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van ASR Property Fund N.V. op 31 december 2016 en van het resultaat over 2016 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijke Wetboek (BW) en de vereisten voor de jaarrekening gesteld bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht.

De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2016;
- de winst-en-verliesrekening over 2016;
- de toelichting met een overzicht van de gehanteerde grondslagen voor financiële verslaggeving en andere toelichtingen.

#### De basis voor ons oordeel

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

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

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

### Verklaring over de in het jaarsverslag opgenomen andere informatie

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

- het jaarsverslag;
- de overige gegevens.

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

- met de jaarrekening verenigbaar is en geen materiële afwijkingen bevat;
- alle informatie bevat die op grond van Titel 9 Boek 2 BW en de bepalingen gesteld bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht is vereist.

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

---

## Overige gegevens

De directie is verantwoordelijk voor het opstellen van de andere informatie, waaronder de directieverslag en de overige gegevens in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 BW en de bepalingen gesteld bij of krachtens de Wet op het financieel toezicht.

### Beschrijving van verantwoordelijkheden voor de jaarrekening

Verantwoordelijkheden van de directie voor de jaarrekening

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

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

Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

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

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

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

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

- het identificeren en inschatten van de risico's dat de jaarrekening afwijkingen van materieel belang bevat als gevolg van fouten of fraude, het in reactie op deze risico's bepalen en uitvoeren van controlewerkzaamheden en het verkrijgen van controle-informatie die voldoende en geschikt is als basis voor ons oordeel. Bij fraude is het risico dat een afwijking van materieel belang niet ontdekt wordt groter dan bij fouten. Bij fraude kan sprake zijn van samenspanning, valsheid in geschrifte, het opzettelijk nalaten transacties vast te leggen, het opzettelijk verkeerd voorstellen van zaken of het doorbreken van de interne beheersing;
- het verkrijgen van inzicht in de interne beheersing die relevant is voor de controle met als doel controlewerkzaamheden te selecteren die passend zijn in de omstandigheden. Deze werkzaamheden hebben niet als doel om een oordeel uit te spreken over de effectiviteit van de interne beheersing van de beleggingsentiteit;
- het evalueren van de geschiktheid van de gebruikte grondslagen voor financiële verslaggeving en het evalueren van de redelijkheid van schattingen door de directie en de toelichtingen die daarover in de jaarrekening staan;

## Overige gegevens

- het vaststellen dat de door de directie gehanteerde continuïteitsveronderstelling aanvaardbaar is. Tevens het op basis van de verkregen controle-informatie vaststellen of er gebeurtenissen en omstandigheden zijn waardoor gerede twijfel zou kunnen bestaan of de beleggingsentiteit haar activiteiten in continuïteit kan voortzetten. Als wij concluderen dat er een onzekerheid van materieel belang bestaat, zijn wij verplicht om aandacht in onze controleverklaring te vestigen op de relevante gerelateerde toelichtingen in de jaarrekening. Als de toelichtingen inadequaat zijn, moeten wij onze verklaring aanpassen. Onze conclusies zijn gebaseerd op de controle-informatie die verkregen is tot de datum van onze controleverklaring. Toekomstige gebeurtenissen of omstandigheden kunnen er echter toe leiden dat een beleggingsentiteit haar continuïteit niet langer kan handhaven;
- het evalueren van de presentatie, structuur en inhoud van de jaarrekening en de daarin opgenomen toelichtingen;
- het evalueren of de jaarrekening een getrouw beeld geeft van de onderliggende transacties en gebeurtenissen.

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

Den Haag, 29 maart 2017

Ernst & Young Accountants LLP

w.g. M.J. Knijnenburg RA

---

## Bijlage 1: Fiscale aspecten

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

### Vennootschapsbelasting

Het Fonds opteert voor de status van fiscale beleggingsinstelling in de zin van artikel 28 van de Wet op de vennootschapsbelasting 1969. Dit houdt in dat het Fonds aan vennootschapsbelasting onderworpen is tegen het tarief van 0%, indien aan de in de wet vennootschapsbelasting en bijbehorende besluiten genoemde voorwaarden wordt voldaan, zoals de voorwaarde dat de voor uitdeling beschikbare winst jaarlijks binnen acht maanden na afloop van het jaar als dividend wordt uitgekeerd. Koersresultaat op effecten en verkoopresultaten van overige beleggingen worden via de zogenoemde herbeleggingsreserve in het vermogen verwerkt en behoeven daardoor niet te worden uitgekeerd. Een deel van de aan het beheer van de beleggingen verbonden kosten moeten op de herbeleggingsreserve in mindering worden gebracht. Daarnaast gelden er ook aandeelhouderscriteria, waarbij het Fonds hiervoor op basis van beleid van het Ministerie van Financiën heeft aangesloten bij de door de Staatssecretaris in de wetgeschiedenis gedane toezeggingen. Op 29 januari 2016 heeft de staatssecretaris een nieuw besluit hierover uitgevaardigd. Met de belastingdienst heeft in 2016 afstemming over dit besluit plaatsgevonden. Voor de toepassing van dit besluit geldt een overgangstermijn van 5 jaar, zodat op basis hiervan tot 11 januari 2021, effectief tot en met het boekjaar eindigend op 31 december 2020, de unit-linked polishouder als aandeelhouder/certificaathouder worden aangemerkt.

### Overdrachtsbelasting

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

### Dividendbelasting

#### In verband met uit te keren dividend

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

#### In verband met te ontvangen dividenden

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

### De certificaathouders

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

## Bijlage 2: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2016

### Kantoren direct vastgoed

Plaats	Straat
Amsterdam	Amstelveenseweg
Hilversum	Ceintuurbaan
Utrecht	Euclideslaan

### Winkels direct vastgoed

Plaats	Straat
Amersfoort	Utrechtsestraat
Bergen Op Zoom	Stationstraat
Bergen Op Zoom	Zuivelstraat
Doetinchem	Boliestraat
Dordrecht	Sarisingang
Etten-Leur	Burchtplein
Etten-Leur	Hof van den Houde (2x)
Groningen	Dierenriemstraat
Leeuwarden	Ruiterskwartier
Leeuwarden	Wirdumerdijk
Middelburg	Lange Delft
Oosterhout (Noord-Brabant)	Arendstraat
Oss	Fabriekstraat
Oss	Heuvelstraat
Rotterdam	Coolsingel
Rotterdam	Lijnbaan (8x)
Venlo	Lomstraat
Waalwijk	De Els
Zaandam	Gedemptegracht
Zwolle	Diezerstraat

### Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	80.645	6,21%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	26.275	14,29%
		<b>106.920</b>	
<b>TOTAAL NIET-BEURSGENOTEERDE VASTGOEDFONDSEN</b>		<b>106.920</b>	



## Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2016

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	%
<b>Belgie</b>	Befimmo SCA	1.779	
	Cofinimmo	3.259	
		<b>5.038</b>	<b>2,37%</b>
<b>Duitsland</b>	Deutsche Euroshop AG	2.320	
	Deutsche Wohnen AG	16.293	
	LEG Immobilien	10.627	
	TAG Immobilien	1.256	
	Vonovia SE	18.497	
	<b>48.993</b>	<b>23,00%</b>	
<b>Frankrijk</b>	Fonciere des Regions	7.224	
	Gecina	9.070	
	Icade	5.152	
	Klépierre SA	14.378	
	Mercialys	514	
	Unibail-Rodamco ACT	21.238	
	<b>57.576</b>	<b>27,04%</b>	
<b>Nederland</b>	Eurocommercial Property NV	3.955	
	Wereldhave	4.362	
	<b>8.317</b>	<b>3,90%</b>	
<b>Oostenrijk</b>	CA-Immobilien Anlagen AG	2.113	
	Conwert Immobilien Inv	2.206	
	<b>4.319</b>	<b>2,03%</b>	
<b>Spanje</b>	Inmobliaria Colonial	3.693	
	Merlin Properties	7.583	
	<b>11.276</b>	<b>5,29%</b>	
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	British Land Co. PLC	4.425	
	Cap Count PTY	1.392	
	Derwent London PLC	2.717	
	Great Portland Estates PLC	2.581	
	Hammerson PLC	4.264	
	Land Securities Group PLC	7.934	
	Liberty International PLC	1.717	
	Lon & Stan PTY	342	
	Segro PLC	3.795	
	Shaftesbury	2.236	
		<b>31.403</b>	<b>14,74%</b>
<b>Zweden</b>	Castellum AB	7.886	
	Fabege AB	3.108	
	Fastghets Balder	3.305	
	Hemfosa Fastigheter AB	1.581	
	Hufvudstaten AB	3.604	
	Kungleden AB	2.326	
	Wihlborg Fastigheter AB	3.338	
	Wallenstam Byggnads AB	3.080	
	<b>28.228</b>	<b>13,25%</b>	
<b>Zwitserland</b>	Mobimo Holdeing AG	8.881	
	PSP Swiss Property AG	6.362	
	Swiss Prime Site AG	2.614	
	<b>17.857</b>	<b>8,38%</b>	
<b>TOTAAL BELEGGINGEN VASTGOEDAANDELEN</b>		<b>213.007</b>	<b>100,00%</b>

© 2017

**Tekst**

a.s.r. vastgoed vermogensbeheer

**Ontwerp**

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam



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