

# Jaarverslag 2017

ASR Property Fund N.V.

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

## **ASR Property Fund N.V.**

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

Telefoon: +31 30 257 98 61

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

# Jaarverslag 2017

ASR Property Fund N.V.

## Inhoudsopgave

<b>Kerncijfers</b>	<b>2</b>
<b>Jaarverslag</b>	<b>4</b>
Risico's	21
Portefeuilleontwikkeling	30
Resultaatontwikkeling	36
<b>Jaarrekening</b>	<b>45</b>
Balans per 31 december 2017	46
Winst- en verliesrekening	47
Kasstroomoverzicht	48
Overzicht totaal resultaat	49
Toelichting op de jaarrekening	50
Toelichting op de balans per 31 december 2017	56
Toelichting op de winst- en verliesrekening	63
Gebeurtenissen na balansdatum	68
<b>Risico's</b>	<b>69</b>
Financiële risico's	69
Strategie risico	72
Operationele risico's	73
<b>Overige gegevens</b>	<b>75</b>
Statutaire regeling resultaatbestemming	75
Controleverklaring van de accountant	76
<b>Bijlagen</b>	<b>79</b>
Bijlage 1: Fiscale aspecten	79
Bijlage 2: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2017	80
Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2017	81

# Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

## Portefeuilleresultaat in procenten

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Fondsresultaat</b>					
Direct resultaat	4,2%	3,4%	3,9%	4,4%	5,6%
Indirect resultaat	7,4%	0,4%	3,6%	5,6%	-3,7%
Fondskosten	-0,5%	-0,6%	-0,7%	-1,0%	-1,3%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Totaal fondsresultaat</b>	<b>11,1%</b>	<b>3,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>9,0%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Rendement per aandeel</b>					
Uitgekeerd dividend	2,8%	3,3%	3,3%	4,7%	5,0%
Uitgekeerd agio	6,1%	2,6%	4,1%	3,9%	8,9%
Koersrendement	2,3%	-2,7%	0,1%	0,4%	-13,3%
<b>Totaal rendement per aandeel</b>	<b>11,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>7,5%</b>	<b>9,0%</b>	<b>0,6%</b>
<b>Koersverloop (bedragen in €)</b>					
Koers begin periode	33,42	34,34	34,31	34,14	39,36
Fondsresultaat	3,77	1,10	2,56	3,11	0,22
Uitgekeerd agio	-2,05	-0,89	-1,39	-1,34	-3,49
Uitgekeerd dividend	-0,95	-1,13	-1,14	-1,60	-1,95
<b>Koers einde periode</b>	<b>34,19</b>	<b>33,42</b>	<b>34,34</b>	<b>34,31</b>	<b>34,14</b>

## Resultaat per beleggingscategorie in procenten

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>					
<b>Direct vastgoed</b>					
Bruto huuropbrengsten	5,9%	5,1%	7,1%	7,0%	7,8%
Exploitatiekosten	-1,0%	-2,3%	-2,3%	-2,0%	-1,2%
Indirect resultaat	7,9%	2,6%	-2,7%	-2,3%	-7,6%
Overige baten & lasten	0,1%	0,8%	0,0%	0,1%	0,0%
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>12,9%</b>	<b>6,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-1,0%</b>
<b>Vastgoedfondsen</b>					
Dividend vastgoedfondsen	4,7%	4,1%	4,7%	0,0%	0,0%
Indirect resultaat	5,4%	3,1%	1,5%	0,0%	0,0%
<b>Totaal vastgoedfondsen</b>	<b>10,1%</b>	<b>7,2%</b>	<b>6,2%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>11,6%</b>	<b>6,5%</b>	<b>2,1%</b>	<b>2,8%</b>	<b>-1,0%</b>
<b>BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>					
Dividend	3,8%	3,7%	3,0%	3,4%	4,1%
Indirect resultaat	9,4%	-2,4%	12,1%	19,3%	3,3%
<b>Totaal beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>13,2%</b>	<b>1,3%</b>	<b>15,1%</b>	<b>22,7%</b>	<b>7,4%</b>

## Portefeuilleresultaat in bedragen

	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015	31-12-2014	31-12-2013
<b>Netto vermogenswaarde fonds</b>	<b>540.678</b>	<b>528.496</b>	<b>543.077</b>	<b>511.313</b>	<b>489.085</b>
Niet-beursgenoteerd vastgoed	308.604	278.584	293.311	306.259	316.327
Beursgenoteerd vastgoed	196.716	213.007	241.908	200.959	168.512
Overige activa	58.330	39.709	12.062	15.279	10.309
<b>Totaal activa fonds</b>	<b>563.650</b>	<b>531.300</b>	<b>547.281</b>	<b>522.497</b>	<b>495.148</b>

## Kernresultaten

	2017	2016	2015	2014	2013
<b>Niet-beursgenoteerd vastgoed</b>					
Bruto huuropbrengsten	10.226	9.417	20.996	21.763	26.842
Exploitatiekosten	-1.786	-4.323	-6.730	-6.245	-4.163
Dividend vastgoedfondsen	6.760	3.458	278	0	0
<b>Direct resultaat</b>	<b>15.200</b>	<b>8.552</b>	<b>14.544</b>	<b>15.518</b>	<b>22.679</b>
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	15.108	5.408	-8.433	-7.483	-22.774
Gerealiseerd waarderingsresultaat	6.472	1.925	287	359	-3.327
Overige baten & lasten	183	1.533	61	175	6
<b>Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>36.963</b>	<b>17.418</b>	<b>6.459</b>	<b>8.569</b>	<b>-3.416</b>
<b>Beursgenoteerd vastgoed</b>					
Dividend vastgoedaandelen	7.393	8.399	6.915	6.319	7.743
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	18.008	-5.290	28.186	35.445	6.256
Overige koers- en valutaresultaten	-22	-99	-9	-14	-51
<b>Totaal beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>25.379</b>	<b>3.010</b>	<b>35.092</b>	<b>41.750</b>	<b>13.948</b>
<b>Fondskosten</b>					
Beheerfee	-2.221	-2.547	-3.072	-4.606	-6.840
Administratieve kosten	-260	-257	-256	-255	-268
Overige kosten	-249	-171	-276	-272	-224
<b>Totaal fondskosten</b>	<b>-2.730</b>	<b>-2.976</b>	<b>-3.604</b>	<b>-5.133</b>	<b>-7.332</b>
<b>Financieringsresultaat (netto)</b>	<b>113</b>	<b>-156</b>	<b>-40</b>	<b>-33</b>	<b>-38</b>
<b>Fondsresultaat na belastingen</b>	<b>59.725</b>	<b>17.296</b>	<b>37.907</b>	<b>45.153</b>	<b>3.162</b>

# Jaarverslag

De directie biedt hierbij haar jaarverslag aan voor het boekjaar dat geëindigd is op 31 december 2017.

## Algemeen

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

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

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

## Terugblik 2017 en aandachtsgebieden 2018

Het Fonds behaalde over 2017 een rendement van 11,1% na fondskosten, waarvan 3,7% direct rendement bedroeg en 7,4% indirect rendement. De niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille behaalde een positief rendement van 11,6% en de beursgenoteerde portefeuille 13,2%. Als gevolg van het realiseren van verkopen direct vastgoed aan het einde van het boekjaar valt door de rekenmethode het rendement op niet-beursgenoteerd vastgoed relatief hoog uit ten opzichte van fondsrendement. In dit jaarverslag worden het rendement en de relatieve performance ten opzichte van de benchmark nader toegelicht. Gedurende 2017 heeft het Fonds haar overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed afgebouwd van 44% naar 35%. Ultimo 2017 bestond het Fonds voor 55% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 35% uit beursgenoteerd vastgoed en 10,4% uit liquiditeiten. In juni 2017 heeft het Fonds het jaarlijkse dividend aan haar certificaathouders uitgekeerd, het dividendrendement bedroeg 2,8%, in december 2017 vond daarnaast een additionele agio-uitkering aan de certificaathouders plaats.

De strategie van het Fonds is erop gericht om de direct vastgoed investeringen om te zetten in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee kan het Fonds participeren in portefeuilles in de meest stabiele en aantrekkelijke vastgoedmarkten met een grotere spreiding dan het Fonds met haar eigen middelen zelf zou kunnen bewerkstelligen. Gedurende 2017 is er door het Fonds nadere invulling gegeven aan de transitie van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. In het kader van de veranderende portefeuille van het Fonds is er een nieuwe benchmark voor het niet-beursgenoteerde segment voorgesteld aan de directie en raad van advies van het Fonds. De voorgestelde benchmark past beter bij de huidige sectorverdeling van het Fonds binnen het niet-beursgenoteerde segment. In het eerste halfjaar is de voorgestelde benchmarkaanpassing door de directie goedgekeurd en heeft het voorstel eveneens een positief advies ontvangen van de raad van advies. De nieuwe benchmark is per 1 juli 2017 doorgevoerd in de rapportage van het Fonds.

In tegenstelling tot de twee voorgaande jaren vonden er binnen de niet-beursgenoteerde portefeuille in 2017 geen significante faillissementen plaats. Kijkshop en Blokker Holding kondigden wel aan een aantal filialen en/of formules af te stoten. Begin 2018 werd alsnog het faillissement over Kijkshop uitgeroepen. Het faillissement van Kijkshop heeft nauwelijks impact op het Fonds doordat het maar één huurcontract in de portefeuille betreft.

De toegenomen liquiditeit en activiteit op de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in 2017 was zichtbaar in de verkooptransacties van het Fonds. Zo werden er gedurende het jaar objecten verkocht in Amsterdam, Oosterhout, Zwolle, Oss, Middelburg, Leeuwarden en Zaandam. Het aandeel direct vastgoed is door de verkopen teruggebracht van € 172 miljoen naar €144 miljoen. In december 2017 is het kantorencomplex Meerparc in Amsterdam van het Fonds ruim 16% boven de laatste taxatiewaarde verkocht.

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

Per 3 april 2017 is het Fonds participant in het niet-beursgenoteerde woningfonds CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES'). De participatie in CBRE DRES past binnen het beleggingsbeleidsplan en de gewenste transitie van het niet-beursgenoteerde segment van de portefeuille. CBRE DRES heeft sinds toetreding een rendement behaald van circa 11% voor fondskosten. Om de investering in CBRE DRES te financieren is een gedeelte van de beursgenoteerde vastgoedportefeuille verkocht. Afgelopen juni heeft het Fonds overeenstemming bereikt met het niet-beursgenoteerde woningfonds ASR Dutch Core Residential Fund ('ASR DCRF') om in 2020 toe te treden. Bij oplevering van project Coolsingel te Rotterdam aan ASR DCRF, heeft het fonds zich gecommitteerd om toe te treden tot ASR DCRF voor maximaal €30 miljoen.

In 2018 wordt het goedgekeurde beleggingsbeleidsplan 2018 - 2020 geïmplementeerd. Het beleggingsbeleidsplan kent twee hoofdthema's.

Als gevolg van het voorstel uit het regeerakkoord komt hoogstwaarschijnlijk de status van Fiscale beleggingsinstelling (FBI-status) voor het Fonds te vervallen per 1 januari 2020. Dit betekent dat het Fonds vanaf 1 januari 2020 vennootschapsbelasting moet gaan betalen, hetgeen een aanzienlijk negatief effect heeft op het rendement van het Fonds. Het voorstel uit het regeerakkoord inzake het FBI-regime worden in de loop van 2018 nader uitgewerkt, waarna de definitieve impact voor het Fonds duidelijker wordt. Het Fonds is reeds begonnen met het onderzoeken van de diverse herstructureringsmogelijkheden.

Ten tweede ligt de focus op het aandeelhoudersbestand. Het fonds heeft te maken met een constante reguliere uitstroom van participanten. Daarnaast heeft a.s.r. besloten, in verband met de voorkeur voor een andere beleggingsmix, om voor het product Werknemerspensioen (omvang €33 miljoen), het Fonds niet mee te nemen in haar fondselectie van 2018. Als gevolg van de combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en zal de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

Naast het beleggingsbeleidsplan heeft het Fonds voor het eerst zijn duurzaamheidsbeleid geformaliseerd en een Maatschappelijk Verantwoord Ondernemen-beleidsplan ('MVO') gepubliceerd. In het MVO-beleidsplan zijn voor de vastgoedportefeuille doelstellingen geformuleerd op het gebied van People, Planet, Partners en Property. Periodiek wordt gerapporteerd over de voortgang op de diverse doelstellingen. De MVO-prestaties worden jaarlijks gemeten en transparant gemaakt in de Global Real Estate Sustainability Benchmark ('GRESB'). GRESB is een onafhankelijke, wetenschappelijke benchmark die het duurzaamheidsbeleid en de uitvoering daarvan bij vastgoedfondsen en -portefeuilles wereldwijd beoordeelt. In 2017 is het Fonds benoemd tot Green Star met drie sterren.

De raad van advies kwam in 2017 viermaal bijeen, de directie kwam elfmaal bijeen. Tijdens deze vergaderingen werden onder andere de volgende onderwerpen behandeld:

- Jaarverslag 2016
- Beleggingsbeleidsplan 2017 – 2019 en 2018 – 2020
- Toekomstscenario's
- (Des-)investeringsvoorstellen
- Dividendvoorstel 2017
- Halfjaarbericht 2017
- Toetreding CBRE Dutch Residential Fund
- Benchmark niet-beursgenoteerd vastgoed
- Werknemerspensioen
- Agio-uitkering
- Duurzaamheidsbeleid
- Harmonisatie fondsdokumentatie

## Strategie van het Fonds

Het Fonds streeft er momenteel naar om, conform het beleggingsbeleidsplan, 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 50%-80%) van alle activa te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met inachtneming van een bandbreedte van 20%-50%) in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Met een portefeuille samengesteld uit niet-beursgenoteerd vastgoed en Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft het Fonds een unieke positie in het spectrum aan mogelijkheden voor particuliere beleggers. Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed geven de stabiliteit die de beleggingscategorie vastgoed kenmerkt doordat de waarderingen niet worden beïnvloed door sentimenten op de beurs. De portefeuille beursgenoteerde vastgoedaandelen bestaat uit Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Met deze verdeling wil het Fonds het karakter van direct vastgoed behouden in combinatie met de aantrekkelijke rendementen en betere liquiditeit van beursgenoteerde vastgoedaandelen. Beursgenoteerde vastgoedaandelen bieden door hun liquiditeit de flexibiliteit om bijvoorbeeld op de kortere termijn op ontwikkelingen in te spelen.

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

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

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

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

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

Het Fonds maakt geen gebruik van derivaten en beschikt over een rekening-courant faciliteit bij ABN AMRO Bank N.V. Deze faciliteit maakt het mogelijk tijdelijke financieringsbehoefte op te vangen. Eind 2017 is eenmaal gebruik gemaakt van de beschikbare rekening-courant faciliteit.

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

## Structuur van het Fonds

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

## Manager

a.s.r. real estate heeft veel ervaring in vastgoedvermogensbeheer en het aansturen van managers van vastgoedaandelen. a.s.r. real estate belegt namens opdrachtgevers actief in onder meer winkels, woningen, kantoren en agrarisch vastgoed.



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

## AIFMD rapportage – Fonds restricties

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

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

Gedurende geheel 2017 voldeed het Fonds aan deze restricties.

## Bewaarder

### Custodian

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

### Verantwoordelijkheden van BNP als Custodian voor beursgenoteerd vastgoed betreft:

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

### Bewaarder

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. real estate verplicht om een bewaarder aan te stellen. Voor het Fonds betreft dit ook BNP Paribas Securities Services S.C.A. (BNP). BNP is op grond van wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen bevoegd om toezicht uit te oefenen op vastgoedvermogensfondsen. De bewaarder heeft over 2017 toezicht gehouden en verklaart het volgende:

Overwegende:

- BNP Paribas Securities Services ('de bewaarder') is aangesteld om op te treden als bewaarder van ASR Property Fund N.V. uit hoofde van artikel 21(1) van de Richtlijn inzake beheerders van alternatieve beleggingsinstellingen (2011/61/EU) ('AIFM Richtlijn').
- De aanstelling van de bewaarder en de gemeenschappelijke rechten en plichten van de beheerder en de bewaarder zijn overeengekomen in de bewaarovereenkomst d.d. 05-05-2014 (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 2017 tot en met 31 december 2017 ('de verslagperiode').

### Verantwoordelijkheden van BNP als bewaarder

De bewaarder treedt op als bewaarder zoals gedefinieerd in de AIFM Richtlijn en voert haar taken uit in overeenstemming met de AIFM Richtlijn, de gedelegeerde verordening, relevante Nederlands wet- en

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

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

### **Verklaring van de bewaarder**

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

### **Overig**

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

## **Governance**

De directie van het Fonds bestaat conform de statuten uit tenminste twee directeuren. Zij zijn voor onbepaalde tijd benoemd door de algemene vergadering van aandeelhouders. De huidige directie van het Fonds wordt gevormd door de heer D. Gort (49) en de heer M.R. Lavooi (45). De heer Lavooi zit sinds 21 december 2006 in de directie, de heer Gort is per 1 januari 2008 in functie getreden. Beide directeuren hebben een universitaire titel behaald aangevuld met vakgerichte opleidingen op het gebied van (vastgoed) beleggingen en hebben beide meer dan 20 jaar relevante werkervaring. Beide directeuren zijn gezamenlijk bevoegd het Fonds te vertegenwoordigen.

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

In het kader van AIFMD is een raad van advies voor het Fonds aangesteld. Deze raad van advies is ingesteld door de directie van het Fonds en heeft de volgende drie leden:

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

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

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

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

## Duurzaamheid

Het Fonds streeft naar een beleggingsportefeuille met lange termijn waarde op duurzaam aantrekkelijke locaties voor huurders en gebruikers. Op die locaties bevinden zich winkels, kantoren of woningen die voldoen aan de huidige en toekomstige wensen van de huurder of gebruiker. Dit zijn bijvoorbeeld winkels in de nabijheid van de woonomgeving voor de dagelijkse boodschappen maar ook winkels in historische binnensteden met een goede belevingswaarde voor een dagje uit en het doen van niet-dagelijkse aankopen. Bij woningen staan bijvoorbeeld comfort, lage energielasten en een aangenaam en gezond binnenklimaat die voldoen aan de (toekomstige) wensen van de woonconsument hoog op de agenda. Lage energielasten en een optimaal binnen klimaat voor de huurders en bezoekers staan ook bij de sector kantoren centraal.





Voor de gebruiker is een duurzaam pand aantrekkelijk door het comfort tijdens het bezoek. De belegger vindt duurzaam vastgoed aantrekkelijk door de betere verkoopbaarheid en de vermindering van de beleggingsrisico's. Ten slotte is duurzaam vastgoed minder belastend voor het milieu door een lager energieverbruik en het spaarzaam gebruik van schaarse productiemiddelen of grondstoffen.

### Strategische doelstellingen 2018-2020

Het MVO-beleid van het Fonds is gestoeld op vier P's die het gehele spectrum rondom MVO omvatten: Property, Partners, Planet en People. Elke P belicht het MVO-beleid vanuit een ander perspectief met bijhorende strategische doelstellingen. Er is feitelijk nog een vijfde P: Profit. Deze ziet het Fonds als vanzelfsprekende randvoorwaarde.

Onderstaande doelstellingen wil het Fonds uiterlijk in 2020 bereikt hebben.

## Strategische doelstellingen 2018-2020

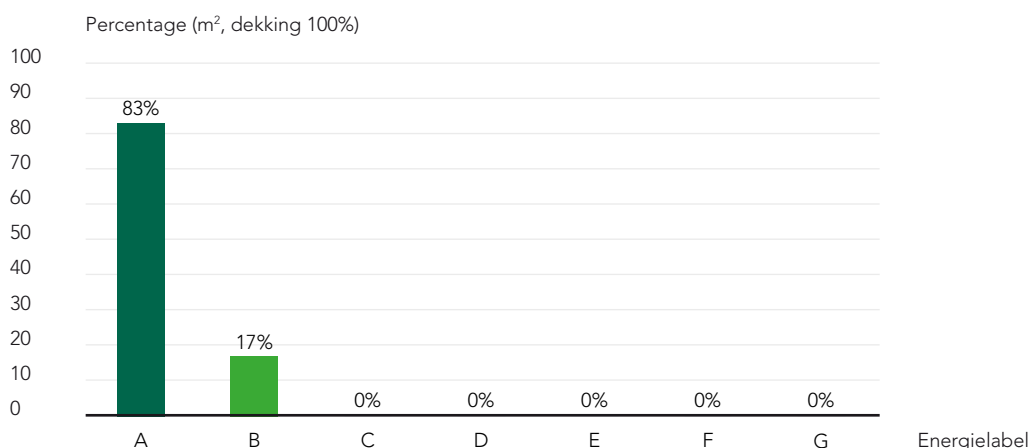
<b>Property</b> 	<b>Partners</b> 	<b>Planet</b> 	<b>People</b> 
<b>Duurzame portefeuille</b>	<b>Duurzame partners in langetermijnrelaties</b>	<b>Bijdrage aan milieu en maatschappij</b>	<b>Blijvend inzetbare medewerkers</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Direct vastgoedportefeuille volledig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

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

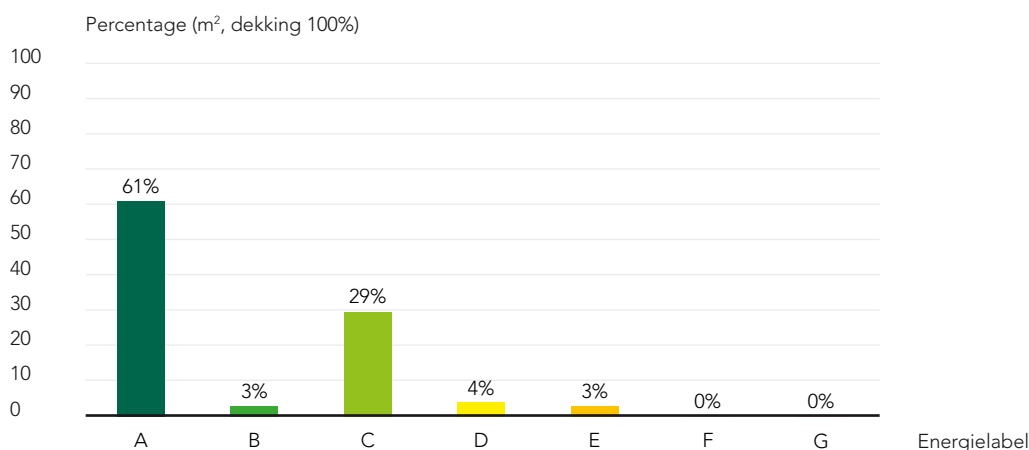
Sinds 2015 is een gedeelte van de direct vastgoedportefeuille van het Fonds omgezet in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Door deze transitie wordt er geen direct vastgoed meer aangekocht en weinig gerenoveerd. Dit beperkt de mogelijkheden om een actieve bijdrage te leveren aan de verduurzaming van de directe portefeuille. Bij grootschalige investeringen in de directe portefeuille worden de mogelijk om verder te verduurzamen altijd meegenomen.

Alle kantoren in het Fonds zijn in het bezit van een energielabel C of hoger. Voor de winkelportefeuille geldt dat 93% een groen energielabel heeft.

### EPA-labels kantoren



### EPA-labels winkels



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

Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. real estate uitbesteed aan AXA. Binnen het selectieproces van beursgenoteerde vastgoedfondsen wordt duurzaamheid als belangrijk onderdeel beschouwd. De doelstelling van AXA is bedrijven te identificeren die met verduurzaming waarde creëren op de lange termijn. De bedrijven worden beoordeeld op onderwerpen als compliance met milieunormen in gebouwen, energie-efficiëntie, openbaar vervoer faciliteiten en waterverbruik. Het doel is om net als bij niet-beursgenoteerd vastgoed (GRESB) de ESG prestatie van beursgenoteerde vastgoedfondsen transparant en objectief te maken.

## Waardering van direct vastgoed

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

## Marktontwikkelingen

### Economische ontwikkelingen

Het jaar 2017 gaat de boeken in als een positief jaar voor de Nederlandse economie. Alleen al in het tweede kwartaal groeide het bruto binnenlands product (bbp) met 1,5%; ook in de andere kwartalen was er economische groei, waardoor het bbp in het derde kwartaal 3,3% hoger lag dan ook een jaar eerder. De groei werd breed gedragen en veel sectoren profiteerden mee. Het volume van zowel import als export kende in de eerste drie kwartalen van 2017 een groei van 5,8% op jaarbasis (CBS, 2017). De omliggende landen kenden ook een duidelijke economische groei, maar niet zo stevig als de Nederlandse. De groei van het bbp van de eurozone bedroeg 2,6% op jaarbasis in het derde kwartaal van 2017.

Voor de komende jaren verwacht het CPB dat de Nederlandse economie voldoende fundamenten bevat om door te groeien. Voor 2018 voorspelt het CPB een bbp-groei van 3,1% (CPB, 2017).

Door de groeiende economie vonden meer Nederlanders een nieuwe baan: Het aantal mensen tussen de 15 en de 75 jaar met betaald werk lag in 2017 gemiddeld 176.000 hoger dan in 2016. Het aantal werklozen nam af met ongeveer 100.000, tot circa 395.000 in december 2017 (CBS, 2018). Volgens de definitie van de International Labour Organisation (ILO) nam de werkloosheid in Nederland af tot 4,4%. Dat is een lager percentage dan de meeste andere Europese landen.

De Nederlandse inflatie kwam in 2017 uit op 1,4% (CBS, 2018). Dat is hoger dan in de jaren 2014 tot en met 2016 (respectievelijk 1,0%, 0,6% en 0,3%), maar lager dan het langjarige gemiddelde. Het prijsniveau in de eurozone steeg met 1,5%. De verwachting voor de komende jaren is een redelijk constante inflatie van rond de 1,5% (Consensus Forecast, 2017). Het is dus niet te verwachten dat de ECB, die een inflatie van 2% of net daaronder nastreeft, de rente op korte termijn drastisch zal verhogen. Dit kan gunstig zijn voor investeerders in Europees niet-beursgenoteerd vastgoed.

De consumptie door Nederlandse huishoudens is in 2017 gegroeid met 2,6% (CBS, 2018). Consumenten gaven meer geld uit aan met name luxeartikelen. De stemming onder consumenten was ook goed te noemen: in de maanden maart tot en met december 2017 schommelde het consumentenvertrouwen rond de +25, een niveau dat sinds het jaar 2000 niet meer is voorgekomen. Consumenten zijn positief over het economische klimaat (+45), maar ook hun koopbereidheid neemt toe (CBS, 2018).

### Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Naast de positieve economische ontwikkelingen, kende de Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt in 2017 eveneens een zeer goed jaar. Het beleggingsvolume behaalde (wederom) een record en bedroeg in 2017 ruim € 19,5 miljard. Het beleggingsvolume is daarmee maar liefst € 6 miljard hoger dan een jaar eerder (CBRE, 2018). Deze substantiële toename in volume (45%) wordt breed over de sectoren gedragen, ze kenden allemaal een groei. De groei is enerzijds toe te rekenen aan goede economische omstandigheden, maar anderzijds zeker ook aan de zeer ruime beschikbaarheid van kapitaal (wereldwijd), welke grotendeels is ingegeven door de lage rentestanden. Daardoor genoot het Nederlands vastgoed een brede interesse van buitenlandse beleggers. Dit blijkt ook uit de transacties: ongeveer 70% van alle aankopen in 2017 is gedaan door buitenlandse investeerders (CBRE, 2018).

Nederlands vastgoed is voor vele (buitenlandse) investeerders interessant vanwege het relatief hoge direct rendement en ruime risicopremie ten opzichte van (Nederlandse) staatsobligaties. De sterke toename in

beleggingsvolume brengt eveneens met zich mee dat de beschikbaarheid van aangeboden vastgoed op de beste locaties (zeer) beperkt is. Deze schaarste drijft beleggers buiten de belangrijkste investeringsmarkten van de grote steden naar de wat meer perifere grotere steden. Dit betekent ook dat beleggers hogere risico's aanvaarden om in vastgoed te investeren, mede ingegeven door gebrek aan alternatieve renderende beleggingsmogelijkheden. De groeiende risicobereidheid heeft echter ook betrekking op een meer open houding ten opzichte van de duur van huurcontracten en ruimere blik op investeringskansen in nieuwe sectoren.

Naar sector bezien waren beleggingen in kantoren het meeste in trek, namelijk €6,8 miljard (35%). In winkels werd ruim €3,8 miljard geïnvesteerd, in woningen €3,5 miljard, in bedrijfsruimte/logistiek €2,9 miljard, in hotels €1,4 miljard, in zorgvastgoed €0,5 miljard en in overig vastgoed €0,6 miljard. Alle sectoren kenden daarmee een toename in volume ten opzichte van 2016 (CBRE, 2018).

## Nederlandse winkelruimtemarkt

De detailhandel heeft een relatief goed jaar achter de rug. Op basis van de meest recente cijfers (derde kwartaal van 2017) is de omzet in de detailhandel met 4,7% toegenomen ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder (CBS, 2017). Daarmee lijkt de ingezette groei van 2016 zich te continueren. De stijging wordt ingegeven door verbeterde economische omstandigheden, verbeterd consumentenvertrouwen, een sterk afnemende werkloosheid (en dus meer inkomen) en meer dynamiek op de woningmarkt. Naast reguliere prijsstijgingen is de omzet in de detailhandel ook hoger door toegenomen volumes (3,6%) (CBS, 2017).

Zowel winkeliers in food (+ 2,5%) als in non-food (+5,4%) boekten een omzetgroei. De non-food winkeliers hebben voor het eerst in jaren alle kwartalen op rij een positieve groei behaald. Vooral de doe-het-zelfzaken, keukenwinkels, winkels in meubels, huishoudelijke artikelen, schoenen, lederwaren en kleding zetten meer om (CBS, 2017).

De groei van online detailhandelsverkoop zette zich ook in het derde kwartaal van 2017 onverminderd voort. Vergeleken met hetzelfde kwartaal een jaar geleden groeide de omzet via online winkelen met maar liefst 20,8%. Pure webwinkels boekten een omzetgroei van 18,5%. De winkeliers die verkopen via fysieke en online winkels (de zogenaamde multi-channelers) lieten zelfs nog hogere groeicijfers zien (+ 24,1%) (CBS, 2017). Daarmee laat de online verkoop via internet al jaren een zeer sterke en continue groei zien van boven de 20% (CBS, 2017).

Het aantal detailhandelsbedrijven dat een faillissement aanvraag lag op het laagste niveau in 9 jaar. Waar in 2016 nog 515 detaillisten faillissement aanvraagden, waren dat in 2017 ongeveer 345. Ten opzichte van 2013 is dat ongeveer twee derde minder. Door de toename van de bestedingen in de detailhandel, waren winkeliers optimistisch en namen (opnieuw) meer personeel in dienst dan een jaar eerder. Dit blijkt ook uit het recordaantal vacatures in de detailhandel, het hoogste aantal sinds 1997. Tegelijkertijd was het aantal vervulde vacatures sinds het CBS begon met het vastleggen van deze cijfers nog nooit zo hoog (CBS, 2017). Dat de ondernemers positief zijn gestemd blijkt ook uit de indicator van het ondernemersvertrouwen. Het vertrouwen was met +15 het hoogste niveau sinds 2008 en is positief sinds het tweede kwartaal van 2014 (CBS, 2017).

Het aantal leegstaande winkelpanden is in 2017 afgenomen. Leegstand (in m<sup>2</sup>) is afgenomen van 7,8% eind 2016 tot 5,9% eind 2017 (Locatus, 2018). De afname is met name toe te schrijven aan onttrekkingen aan de markt door sloop en herbestemming van winkelvastgoed naar andere functies (bijvoorbeeld woningen en horeca), maar ook door invulling van voormalige V&D-panden (meesten door HBC).

Vooral de binnensteden van de grote steden doen het goed vanwege hun aantrekkingskracht door een goede mix van retail, horeca en leisure. Van alle winkelpanden in de binnensteden presteert het topsegment (A1) het best en kent significant lagere leegstandscijfers. De secundaire winkelstraat, veelal de aanloopstraten, tonen een hogere en soms zelfs een toenemend leegstandscijfer (Locatus, 2018).

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

Ondanks de betere vooruitzichten op de winkelmarkt, zijn de huurprijzen in Nederland in 2017 gemiddeld met 1,3% afgenomen (JLL, 2018). De daling is echter minder groot dan in 2016, toen waren de huurprijzen met gemiddeld 4,2% gedaald. De huurprijzen van winkels in de A1-winkelstraten zijn met circa 0,8% gedaald ten

opzichte van 2016. De sterkste huurprijsdaling is waargenomen in het B2- en C segment: Hier zijn de huurprijzen gedaald met respectievelijk 4,1% en 8,3%.

Uit het jaarlijks onderzoek van JLL blijkt dat ongeveer op de helft van de onderzochte locaties de huurprijs stabiel is gebleven en in ongeveer 8% van de locaties is gestegen. Met name in de kleine en middelgrote steden zijn de huurprijzen fors gedaald, namelijk 5,3%. Deze steden kampen met een teruglopende vraag van retailers en kennen een hoge leegstand, waardoor de huurprijzen sterk onder druk staan. In de sterke winkelgebieden zijn huurprijzen stabiel gebleven of gestegen. Met name in Amsterdam is sprake van een sterke huurgroei (3,2%) vanwege de internationale aantrekkingskracht, toerisme en ruimere openingstijden, maar ook door een betere bereikbaarheid van locaties (bijvoorbeeld Noord/Zuid lijn) (JLL, 2018).

Er lijkt steeds meer ruimte te komen voor horeca en nieuwe winkelconcepten, voor levensmiddelen in het bijzonder. Branchevervaging in de detailhandel speelt al enkele jaren, daarnaast zijn er meer duurzame voedingsconcepten zoals Marqt en Stach te vinden in met name de grote steden. Daarnaast is er een groeiende markt voor online voedselconcepten zoals Picnic, een online supermarkt met een sterk groeiend marktaandeel. De gevestigde orde, die voornamelijk reguliere supermarkten bezitten zoals Jumbo, SPAR en Albert Heijn, proberen deze trend tegen te gaan met nieuwe concepten zoals de SPAR City, Jumbo Foodmarkt en AH Urban. Deze zijn vooral gevestigd in relatief kleine winkels op locaties met hoge passantenstromen. Daarnaast speelt technologie een grote rol in het veranderende supermarkt landschap, die op termijn de vraag en eisen naar ruimte zal beïnvloeden. De combinatie van retail en entertainment met moderne technologie maakt het kopen van producten en goederen plaats en tijd onafhankelijk.

## Nederlandse kantoorruimtemarkt

Mede door de goed presterende economie gaat het weer goed met het Nederlandse bedrijfsleven. Dit heeft tot gevolg dat de vraag naar kantoorruimte gestaag toeneemt. Enerzijds zijn dit bestaande kantoorgebruikers of startups die door expansie meer ruimte willen huren, anderzijds zijn bedrijven voorzichtig (weer) op zoek gegaan naar mogelijkheden voor een regiokantoor.

Met een jaarlijkse opname van 1.160.000 m<sup>2</sup>, vertoont 2017 een vergelijkbaar beeld met de jaren vóór 2016. Een belangrijk deel van de marktdynamiek vindt plaats in de vier grote steden. Van alle opgenomen kantoorruimtes was ongeveer 56% gelegen in de G4. Dit is overigens een vergelijkbaar beeld met voorgaande jaren. Ook de opname in Amsterdam is nog steeds aanzienlijk en bedroeg 27% van de totale opname in Nederland (Dynamis, 2018).

Het effect van de Brexit is voor de Nederlandse kantorenmarkt is tot op heden beperkt gebleven. Er is vooralsnog maar een handje vol bedrijven dat hun kantoor vanuit London naar Amsterdam heeft verplaatst. Een belangrijke aanwinst is dat het Europees geneesmiddelenbureau (EMA) verhuist naar een nieuw kantoorgebouw op de Zuidas in Amsterdam.

Van de totale kantorenvorraad (circa 49,2 miljoen m<sup>2</sup>) staat ongeveer 6,2 miljoen m<sup>2</sup> leeg ultimo 2017, wat neerkomt op 12,7% van de voorraad. Ten opzichte van 2016 is de leegstand substantieel gedaald, namelijk 1%-punt (CBRE, 2018). De leegstand bevindt zich echter nog steeds op een hoog niveau, maar het verschilt sterk per regio en per type locatie. Zo kent de G4 een significant lagere leegstand dan de overige steden. Amsterdam heeft van de G4 steden het laagste leegstandcijfer, namelijk 6,5%, terwijl Rotterdam veruit het hoogste cijfer kent: 16,3% (CBRE, 2018). Met name in de Central Business Districts ('CBD's') van de grote steden en in bepaalde grote regionale centra neemt de leegstand snel af door aanhoudende transformatie, toenemende opnamecijfers en het ontbreken van nieuwe kantoorontwikkelingen. In 2017 is ongeveer 565.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte getransformeerd naar een andere functie (vooral woningen en hotels). Dit komt neer op circa 1,1% van de totale kantorenvorraad. Het tempo van transformaties ligt in 2017 echter wel fors lager dan in 2016, toen ruim een miljoen vierkante meter werd getransformeerd (Dynamis, 2018). Het lijkt daarmee dat de relatief gemakkelijk te transformeren kantoorgebouwen inmiddels zijn opgepakt.

Een tweede zichtbare trend is dat de vraag naar kantoorruimte zich steeds meer concentreert op ov-knooppunten en dat gemeenten steeds welwillender zijn ten opzichte van nieuwbouw op deze locaties. Nieuwbouw kan tevens bijdragen aan een verdere verduurzaming van de kantorenvorraad, welke hard nodig is. Een ontwikkeling die de komende jaren een rol gaat spelen binnen de kantorenmarkt is nieuwe wetgeving omtrent het verplichte energielabel C in 2023. Deze wetgeving zal investeringen vereisen van pandeigenaren waarvan panden nog niet voldoen aan deze regelgeving. Ook is de verwachting dat een deel van de kantoorpanden sneller gaat verouderen en zo geen kans meer maakt om in de markt te worden opgenomen (Dynamis, 2017). Anderzijds worden sommige



bouwstops, welke als crisismaatregel functioneerden om de bouw van nieuwe kantoren te remmen vanwege het (destijds) grote overschot aan kantoorruimte, weer ingetrokken om te kunnen voldoen aan de sterk toegenomen vraag, zoals in Amsterdam het geval is.

Ondanks het grote aantal onttrekkingen en een aantrekkelijke vraag is het aanbod nog altijd ruim te noemen. Mede hierdoor is er 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 kleinere gemeenten). De primaire markten zijn de grote steden in de Randstad (met name de G4) en de grotere perifere steden (de overige steden in de G20). Daarbinnen doen de ov-knooppunten het bijzonder goed. Op enkele (top) locaties, zoals de Amsterdamse Zuidas en het Utrechtse Stationsgebied, is zelfs al weer sprake van een krappe marktsituatie.

Doordat de kantorenmarkt tekenen van herstel laat zien en de vraag naar hoogwaardige kantoorruimte toeneemt, stijgen de tophuren. Hoewel er nationaal gezien nog zeker geen sprake is van schaarste, is er een tekort aan het ontstaan van eersteklas kantoorruimte op de toplocaties. Op de Amsterdamse Zuidas liggen de hoogste huren eind 2017 rond de €405 per m<sup>2</sup>, waar deze medio 2016 nog rond de €360 per m<sup>2</sup> lagen. Dat is een stijging van 12,5% (CBRE, 2018). In Utrecht zien we een vergelijkbare stijging. In Den Haag en Rotterdam is het beeld stabiel.

De aanvangsrendementen staan nog altijd onder zware druk. De scherpste aanvangsrendementen op de Zuidas liggen inmiddels op 3,75% (ultimo 2017). In Utrecht en Rotterdam is 4,75% gebruikelijk geworden en in Den Haag bedraagt de BAR voor eersteklas kantoorruimte 5,5%. Een jaar eerder lagen de aanvangsrendementen grosso modo 0,4%-punt hoger (CBRE, 2018).

## Nederlandse woningmarkt

In 2017 heeft de koopwoningmarkt de in 2016 ingezette prijsversnelling gecontinueerd. De prijsstijging in 2017 bedroeg maar liefst 7,6% ten opzichte van een jaar geleden (CBS, 2018). In heel 2017 was er sprake van een hoge dynamiek op de woningmarkt: meer dan 240.000 woningen werden verkocht. Dit is bijna 12,6% meer dan 2016 en zelfs +35% vergeleken met 2015.

In augustus 2008 bereikten de koopwoningprijzen een piek. Vervolgens daalden de prijzen tot een dieptepunt in juni 2013. Sindsdien is er sprake van een stijgende trend. Ten opzichte van de piek is het prijsniveau nog ongeveer 3% lager, maar vergeleken met het dal zijn de prijzen gemiddeld al weer 23% hoger. Het gemiddelde prijsniveau van bestaande koopwoningen is daarmee eind 2017 ongeveer even hoog als in juli 2007.

Regionaal gezien zijn er grote verschillen in prijzen en dynamiek. Er zijn regio's met een evenwichtige woningmarkt, maar een toenemend aantal regio's kent een sterke verkopersmarkt. Voor enkele regio's in met name krimpgebieden is nog altijd sprake van een kopersmarkt (NVM, 2017). De prijsontwikkeling in de Randstedelijke provincies (rond de 10%) verschilt sterk van de meeste meer perifeer gelegen regio's waar prijsstijgingen te zien zijn tussen de 4% en 8% (CBS, 2018).

De vraag naar woningen blijft hoog door de extreem lage rentetarieven voor hypotheek (december 2017 met NHG: 1,4% tot 2,4%), het consumentenvertrouwen en de krapte in het aanbod van woningen. Daarnaast blijft de nieuwbouwproductie (huur én koop) nog steeds achter bij de vraag, zeker in de regio's met een toch al krappe woningmarkt. Met name in het middensegment, €710 tot circa €1.000 per maand, zijn er onvoldoende woningen beschikbaar.

Na jaren van lage nieuwbouwproductie zijn er in 2017 ruim 62.000 nieuwbouwwoningen aan de woningvoorraad toegevoegd. Dat is bijna 14% meer dan in 2016 en het hoogste aantal in acht jaar (CBS, 2018). In Amsterdam zijn in absolute zin het hoogste aantal nieuwbouwwoningen opgeleverd, ruim 4.900.

Ondanks de toename van het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen in 2017, ligt het niveau nog altijd bijna 20% lager dan in de periode vóór de crisis. Tussen 2000 en 2009 werden gemiddeld ruim 76.000 nieuwbouwwoningen per jaar aan de voorraad toegevoegd. Sinds 2010 daalde dit aantal flink. Het dieptepunt lag in 2014 toen slechts 45.000 nieuwbouwwoningen werden opgeleverd.

Door de verwachte bevolkingsgroei en het sterk stijgend aantal huishoudens, mede door een dalende gemiddelde huishoudensgrootte, is er tekort aan woningen. Ramingen van ABF Research tonen aan dat het woningtekort tot en met 2020 blijft oplopen, naar bijna 190.000 woningen. Voornamelijk in de Randstad en grote

steden leiden de bovenstaande ontwikkelingen tot een structureel tekort aan woningen. In meer perifere regio's met een teruglopende of gelijkblijvende bevolking is dit veel minder aan de orde. In Amsterdam en Utrecht blijft het woningtekort ook in het huursegment aanzienlijk.

Voor de woninghuurprijzen is een stijgende trend waarneembaar. In het tweede kwartaal van 2017 bedroeg de mediane huurprijs per m<sup>2</sup> €10,54 voor professioneel beheerde niet-gemeubileerde woonruimte. Ten opzichte van een jaar eerder ligt de huurprijs per m<sup>2</sup> circa 6,9% hoger. Amsterdam loopt nog steeds aan kop met een gemiddelde huurprijs van €18 per m<sup>2</sup>, gevolgd door Utrecht, dat een sterke prijsstijging kende tot €12 per m<sup>2</sup> (NVM, 2017).

Het kabinet heeft afgelopen jaren tal van maatregelen genomen ter stimulering van de koop- en huurwoningmarkt. Zo is er een sterke focus op het vergroten van het aanbod van middel dure huurwoningen. Dit gebeurt onder andere door samenwerkingsbijekomsten met marktpartijen, zoals ontwikkelaars en institutionele beleggers. Daarnaast hebben enkele lokale overheden striktere regelgeving opgesteld in de toewijzing van huurwoningen. Zo geeft de gemeente Utrecht prioriteit aan toewijzing aan verschillende beroepsgroepen (zoals onderwijzers en verpleegkundigen).

In 2017 is eveneens duidelijk geworden dat de inkomensafhankelijke huurverhoging voor huurders in de sociale sector voldoende juridische dekking bevat. De maatregel dient als stimulans om huishoudens met hogere inkomens vanuit de sociale sector door te laten stromen naar de geliberaliseerde sector of koopwoningmarkt. Om hier goed in te slagen, moet het aanbod van middel dure huurwoningen toenemen. Dit proces gaat echter vrij langzaam, mede de hoge bouwkosten, een tekort aan bouwvakkers en bouwmaterialen en een beperkt aantal bouwlocaties. Om toch vrije sector huurwoningen te kunnen toevoegen aan de voorraad, wordt een deel van de sociale woningvoorraad hiertoe getransformeerd.

Een andere maatregel is de verlaging van de maximale LTV-ratio. Inmiddels is de LTV-ratio per 1 januari 2018 afgebouwd naar de gewenste 100%, waardoor de woningschuld bij aankoop niet meer kan bedragen dan de woningwaarde op dat moment. Dit betekent dat starters eigen middelen moeten inbrengen om de kosten koper te kunnen betalen.

Ook duurzaamheid en het verminderen van energieverbruik is een belangrijk thema in de woningmarkt. De overheid zet in op vrijwel CO<sub>2</sub>-neutrale economie in Nederland in 2050. Dit betekent dat er steeds meer nieuwe huizen worden gebouwd zonder aardgas aansluiting. Ook bestaande woningen zullen deze energietransitie moeten ondergaan. Dit proces gaat echter traag en is kostbaar. Daar komt nog bij dat huishoudens in 2018 te maken krijgen met hogere energierekeningen als gevolg van hogere belastingen op energieverbruik.

## Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

Het jaar 2017 begon op de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt negatief, na een positieve afsluitende maand december 2016. De factoren die in de eerste maand van het jaar een negatieve impact hadden op de koersontwikkelingen waren van structurele aard gedurende het eerste halfjaar. Na de uitslag van het Britse EU-referendum in juni 2016, waarbij het Britse volk vóór een vertrek uit de EU stemde, hadden uitspraken en speculaties over de 'Brexit-onderhandelingen' invloed op de financiële markten. Zo zorgde een toespraak van de Britse premier May in januari 2017 over een 'Global Britain' en dus een harde Brexit voor een negatief sentiment. Hierbij maakte de Britse premier duidelijk regie te willen over de instroom van EU-immigranten. Daarnaast maakte de premier bekend dat het Verenigd Koninkrijk de Europese 'Single Market' zou verlaten (The Telegraph, 2017). De uitspraken van Theresa May zorgden een korte periode voor negatieve koersontwikkelingen voor Europese en met name Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Een ander belangrijk thema dat van invloed was op de financiële markten waren de geplande Europese verkiezingen. Voorafgaand aan de verkiezingen werd door analisten en beleggers gevreesd voor een overwinning van populistische partijen in Nederland en Frankrijk. De Nederlandse verkiezingen in maart 2017 waren de eerste Europese verkiezingen van het jaar. Ondanks dat de peilingen sterk in het voordeel waren van de PVV had deze een relatief kleine impact op de Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen, evenals de verkiezingswinst van de VVD. In de periode tot aan de Franse verkiezingen maakten voornamelijk Franse beursgenoteerde vastgoedaandelen negatieve koersontwikkelingen door. In mei 2017 werd Macron in de tweede verkiezingsronde winnaar, ten koste van de rechtse Marine Le Pen (The Guardian, Financial Times, 2017). Europees beursgenoteerd vastgoed reageerde positief op de Franse verkiezingsuitslagen. Met name Franse beursgenoteerde vastgoedfondsen maakten (extreem) positieve koersontwikkelingen door, nadat deze een periode van negatieve koersontwikkelingen hadden doorgemaakt.

In april 2017 riep de Britse premier versneld verkiezingen uit met als datum 8 juni 2017. Zoals verwacht kwam de partij van de Britse premier als winnaar uit de bus, echter met een kleinere meerderheid dan verwacht. Dit nieuws werd enigszins positief ontvangen door beleggers, doordat een harde Brexit hiermee voorlopig van de baan leek te zijn. De uitslagen van de Nederlandse en Franse verkiezingen zorgden tezamen met publicaties van Europese beursgenoteerde vastgoedpartijen voor een positief sentiment en resultaat in het eerste halfjaar.

Het tweede halfjaar stond voor financiële markten iets meer in teken van geopolitieke ontwikkelingen dan in het eerste helft van het jaar. Raketproeven van Noord-Korea en de (verbale) reactie hierop van de VS zorgden voor onrust in Azië en financiële markten (BBC, 2017). De geopolitieke spanningen leken voornamelijk een negatieve impact te hebben op cyclische aandelen. Beleggers leken tijdens de opgelopen spanningen tussen de Verenigde Staten en Noord-Korea te kiezen voor defensievere beleggingscategorieën, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed.

In continentaal Europa vonden in september de Duitse verkiezingen en in oktober het Catalaans referendum over onafhankelijkheid plaats. In de voorgaande jaren bestond de coalitie in Duitsland uit de combinatie CDU, CSU en SPD. Nadat de SPD aangaf geen deel uit te zullen maken van een nieuwe coalitie werd de Duitse bondskanselier Angela Merkel geconfronteerd met de uitdaging om een nieuwe coalitie te vormen. Op het moment van schrijven zijn de Duitse coalitiegesprekken nog gaande.

In Spanje liepen de gemoederen hoog op nadat deelstaat Catalonië zich onafhankelijk verklaarde op basis van de referendumuitslag. De onrust in Catalonië en Duitse verkiezingsuitkomst hadden echter marginale impact op de financiële markten gedurende de rest van 2017.

De financiële markten werden in het najaar van 2017 voornamelijk beïnvloed door het besluit van het Amerikaans Senaat inzake de belastinghervormingsplannen en monetaire besluiten van de Amerikaanse (Fed) en Europese Centrale Bank (ECB).

In aanloop naar de Senaatstemming voor de nieuwe Amerikaanse belastingplannen was het onduidelijk of de Republikeinse partij het benodigde aantal stemmen (50) zou behalen (NY Magazine, 2017). Met name de Amerikaanse en Aziatische beurzen reageerden negatief op speculatieve berichtgevingen die insinueerden dat dit aantal niet gehaald zou worden. De Europese aandelenmarkten, waaronder beursgenoteerd vastgoed, leken te profiteren van het (relatief kortstondige) negatieve sentiment in de VS en Azië. Begin december werd het voorgestelde belastingplan in de VS aangenomen in de Senaat (the Guardian, 2017). Het sentiment op de wereldwijde financiële markten verbeterde na het besluit van de Amerikaanse Senaat om de belastingplannen aan te nemen.

Waar in 2016 de financiële markten hevig reageerden op speculatie omtrent monetaire besluiten van de Fed en ECB leek dit in 2017 mee te vallen. De Amerikaanse en Europese centrale banken waren voornemens om eventuele wijzigingen in hun beleid efficiënt te communiceren om zo rust op financiële markten te bewaren. In oktober 2017 kondigde de ECB aan haar kwantitatieve verruimingsbeleid te verlengen tot Q3 2018. De ECB besloot echter ook per januari 2017 €30 miljard minder obligaties op te kopen per maand ('Tapering'). Volatiliteit als gevolg van zorgen om 'Tapering' waren vooral eerder in het jaar zichtbaar op de financiële markten. ECB-voorzitter Mario Draghi stond namelijk in augustus 2017 gepland om op een conferentie van centrale bankiers te spreken. In de dagen voor Draghi's toespraak speculeerden beleggers over eventuele uitspraken inzake 'Tapering'. Uiteindelijk deed Draghi geen uitspraken over 'Tapering'.

De Amerikaanse centrale bank verhoogde in 2017 de rente tweemaal. De eerste renteverhoging vond plaats in juni 2017 met 0,25% naar een niveau van 1-1,25%. In december 2017 werd de Amerikaanse rente wederom met 0,25% verhoogd, ditmaal naar een niveau van 1,25-1,50%. In de dagen naar aanloop hiervan maakten Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen licht negatieve koersontwikkelingen door, de negatieve trend zette echter niet lang door.

Het beleid van de Amerikaanse en Europese centrale banken om duidelijk te communiceren over mogelijke monetaire beslissingen leek hevige volatiliteit te voorkomen.

De aanstaande Brexit zorgde gedurende 2017 voor negatieve koersontwikkelingen voor met name Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen. Maar, in de decembermaand zorgde het bericht over een mogelijke eerste doorbraak in het uittredingsproces voor een positief sentiment op de Europese financiële markten. Na een eerdere mislukte vergadering in november 2017 tussen de Britse premier May en de voorzitter van de Europese Commissie leken beide partijen in december 2017 een principeakkoord te hebben bereikt over de

uitredingsvergoeding die het Verenigd Koninkrijk moet betalen (The Telegraph, 2017). Dit nieuws had in de laatste weken van het jaar uiterst positieve impact op met name Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen.

## Vooruitzichten 2017

### Economische vooruitzichten

- Verwacht wordt dat er wereldwijd sprake is van een brede economische groei voor de komende jaren. De geopolitieke risico's zijn ogenschijnlijk beperkt. De Brexit vormt nog de grootste uitdaging, maar de (nadelige) gevolgen zullen naar verwachting vooral het Verenigd Koninkrijk zelf treffen.
- De groei van zowel de Europese als de Nederlandse economie zet zich de komende jaren door en verloopt in een goed tempo. Alle macro-economische indicatoren presteren beter dan hun langjarige trend; met name de sterk verbeterde werkgelegenheid biedt ruimte voor een voortzetting van de economische groei.
- Het opkoopprogramma van de ECB, dat als doel heeft de Europese economie ook voor de lange termijn in goede richting te laten bewegen, is gehalveerd in volume. Dat wil zeggen dat de ECB in de periode oktober 2017 tot en met september 2018 nog € 270 miljard opkoopt. Het afbouwen van dit programma kan zorgen voor hogere rentes, wat ten koste kan gaan van de kapitaalsstroom richting Europees niet-beursgenoteerd vastgoed.
- Verwacht wordt dat de inflatie, die in 2016 en 2017 is toegenomen, zowel in Nederland als in Europa de komende jaren redelijk stabiel zal zijn. Voor 2018 wordt een inflatie van 1,5% verwacht en ligt daarbij nog wat onder de Europese doelstelling van 2% (Consensus Forecast, 2017).

### Vastgoedbeleggingsmarkt

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

### Nederlandse winkelruimtemarkt

- Positieve economische omstandigheden zorgen voor meer consumentenbestedingen, waar met name de non-food winkels van gaan profiteren. Daarmee wordt de ingezette omzetgroei gecontinueerd.
- De grotere binnensteden laten een beter herstel zien en profiteren meer van de huidige economische groei dan de kleinere binnensteden en andersoortige winkelgebieden. Dit zal met name ook zichtbaar zijn in de leegstandcijfers.
- Daarnaast zal net als in de afgelopen jaren de divergentie tussen toplocaties en secundaire locaties verder toenemen. De vraag naar A-winkellocaties zal naar verwachting onveranderd groot blijven, kleine en middelgrote steden in de periferie blijven het moeilijk houden. De hoge leegstand in deze gebieden zorgden voor een neerwaartse druk op de huurprijzen.
- De opmars van online verkopen blijft onverminderd doorgaan. Wel is zichtbaar dat multichanneling een belangrijk groeimotor is om zowel online als fysiek te kunnen concurreren.
- Wijkcentra met supermarkten behouden een constante vraag van de dagelijkse consument (runshopping), de binnensteden zullen het verschil moeten maken om de consument aan zich te binden (funshopping).
- Supermarkten blijven in 2018 nog favoriet vanwege de hogere huuropbrengsten en rendementen. Mogelijk is er in de nabije toekomst een consolidatie te verwachten onder supermarkten, mede door nieuwe (online) supermarkt- en foodconcepten.
- Dominante winkelcentra blijven een aantrekkelijke beleggingscategorie vanwege het hogere rendementsprofiel en de mogelijkheid om een grotere hoeveelheid kapitaal in een keer te kunnen beleggen.

## Nederlandse kantoormarkt

- Hoewel het Nederlandse bedrijfsleven steeds meer de effecten van de betere economische omstandigheden voelt, is er een toenemende divergentie tussen steden, maar ook tussen de deelmarkten binnen steden. Amsterdam (inclusief Schiphol) is veruit de aantrekkelijkste stad voor (kantoorhoudende) bedrijven, gevolgd door de andere G4-steden Utrecht, Rotterdam en Den Haag. De grotere regionale steden zien ook een aantrekkende vraag (nieuwe gebruikers, maar ook expansie naar regiokantoren) en doen het redelijk goed. Vooral kantoorlocaties nabij ov-knooppunten en multifunctionele locaties presteren goed. De verschillen tussen de CBD-markten en sub-markten zullen naar verwachting in het komende jaar nog verder uiteenlopen, met name ingegeven door de positieve economische dynamiek van de CBD's.
- Door de toenemende vraag naar kantoorruimte op de toplocaties daalt de leegstand in deze markten significant. Hierdoor ontstaat er een opwaartse druk, vooral in Amsterdam en Utrecht, op de huurprijzen. Ondanks de recente nieuwbouwontwikkelingen op toplocaties en het opheffen van bouwbeperkingen van nieuwe kantoren in Amsterdam, wordt verwacht dat er een tekort is aan kantoren op de beste locaties.
- Op de investeringsmarkt zal de vraag naar kantoren naar verwachting hoog blijven. Investeerders verwachten zowel waarde- als huurgroei, terwijl aanvangsrendementen naar verwachting stabiliseren op de prime CBD-locaties zoals de Zuidas. De overige G4-locaties zoals Utrecht, Den Haag en Rotterdam lijken nog wat achter te blijven in de cyclus, wat enige ruimte laat voor scherpere aanvangsrendementen en stijgende huurprijzen in het komende jaar.
- Naar verwachting zal het aanbod op de toplocaties verder verkrappen, de minder gewilde locaties en de (kleinere) gemeenten blijven de komende jaren geconfronteerd met een relatief hoge leegstand en een negatieve huurgroei. Op deze locaties blijven huurders hun sterke onderhandelingspositie behouden.

## Nederlandse woningmarkt

- De prijsstijging op de koopwoningmarkt zal naar verwachting ook in 2018 continueren. Het beperkte aanbod, de blijvende vraag en de lage financieringslasten zorgen wederom voor een substantiële prijstoeename. De economische bureaus van banken verwachten in 2018 groeipercentages van 6%-7%.
- Door het beperkte aanbod zal het aantal transacties naar verwachting lager zijn dan afgelopen (record)jaar. De economische bureaus van banken verwachten ongeveer 5%-10% minder transacties in 2018.
- De bouw van nieuwe woningen zal in 2018 nog relatief beperkt blijven, ondanks de vraag. Bouwbedrijven hebben te maken met een ernstig tekort aan werknemers en materialen. Het woningtekort geldt ook voor middeldure huurwoningen in de grotere steden.
- Door het beperkte woningaanbod in de grote steden in de Randstad, zullen huishoudens noodgedwongen een woning in andere gemeenten en gebieden gaan zoeken.
- Op de beleggingsmarkt is en blijft grote vraag naar nieuwbouwwoningen in de geliberaliseerde huursector. De druk op aanvangsrendementen houdt daarom aan. De meer perifere locaties vallen meer en meer binnen de scope van de institutionele beleggers.

## Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Fundamenteel gezien is de Europese beursgenoteerde vastgoedsector momenteel relatief gezond. Rendementsgroei zal voornamelijk voortkomen uit huurstijgingen en in mindere mate uit waardestijgingen van panden.
- Europa (en de rest van de wereld) bevindt zich momenteel nog steeds in een laag renteklimaat. Het lage renteklimaat pakt vooralsnog goed uit voor Europees beursgenoteerd vastgoed, voornamelijk door het relatief hoge dividendrendement.
- Naar verwachting zal de Europese inflatie en het renteniveau de komende jaren gestaag normaliseren. De afbouw van het kwantitatieve verruimingsbeleid door de ECB als gevolg van de aantrekkende inflatie kan een negatief effect hebben op Europees beursgenoteerd vastgoed. Het afbouwen van dit programma kan zorgen voor hogere rentes, wat ten koste kan gaan van de kapitaalstromen richting Europees beursgenoteerd vastgoed.
- Fiscale wetwijzigingen in Italië en Frankrijk voor particuliere beleggers in (beursgenoteerd) vastgoed kunnen voor additionele kapitaalstromen richting de beursgenoteerde vastgoedsector zorgen.
- Britse beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen tijdens de Brexit-onderhandelingen qua performance lijden onder de gemaakte afspraken (of speculatie hierover). Het management van meerdere Britse beursgenoteerde vastgoedfondsen gaf een voorzichtigere outlook af bij hun kwartaalupdates, als gevolg van onzekerheid rondom de Brexit.
- De koers van het Britse pond is bovengemiddeld volatiel als gevolg van de Brexit-onderhandelingen. De koers van het Britse pond speelt een belangrijke rol in de uiteindelijke performance van Brits beursgenoteerd vastgoed.

- Ondanks dat de Europese politieke risico's van begin 2017 zijn gemitigeerd kan politieke onrust in Europa niet volledig worden uitgesloten. In maart 2018 vinden namelijk de Italiaanse parlementsverkiezingen plaats. Bijzonder is dat de nieuwe Italiaanse wetwijziging van kracht zal zijn die moet uitsluiten dat een enkele partij de scepter kan zwaaien in het parlement. Onrust in Spanje (Catalonië) kan ondanks genomen maatregelen van de Spaanse overheid op de lange termijn niet worden uitgesloten.
- Ondanks de positieve outlook voor de Duitse woningmarkt kunnen Duitse beursgenoteerde woningfondsen het meest lijden onder (kortstondig) stijgende rentes op staatsobligaties, als gevolg van hun status als 'bond-proxy'. In het geval de rentes op Europese staatsobligaties vervolgens dalen is het mogelijk dat beleggers hun toevlucht zoeken naar Europees beursgenoteerd vastgoed.
- Bij stijgende marktrentes zullen beleggers in Europees beursgenoteerd zich op de middellange termijn naar verwachting uitsluitend richten op kwalitatief en fundamenteel aantrekkelijke beursgenoteerde vastgoedfondsen.

## Risico's

### Inleiding

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

### Risicomanagementmodel

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

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

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

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

### Risicomanagement verantwoordelijkheid a.s.r. real estate

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

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

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

### Missie risicomanagement

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

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

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

## Doelstellingen risicomanagement

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

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



## Governance

Binnen a.s.r. real estate zijn de volgende risico- en beleggingscomité's ingericht. De in deze paragraaf beschreven governance van a.s.r. real estate werkt parallel aan de governance van het Fonds zoals beschreven op pagina 8.

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

### Risicocomité ('RC')

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

### Strategisch Beleggingscomité ('SBC')

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

## Risicobeheer

### Control Risk Self Assessment ('CRSA')

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

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

Om deze risico's te mitigeren worden acties in kaart gebracht die elk kwartaal door de brm worden gemonitord. Dit wordt elk kwartaal aan de directie en de afdeling ERM van a.s.r. gerapporteerd.

De voortgang op de acties worden tevens besproken binnen het RC van a.s.r. real estate.

### NFR Dashboard

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

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

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

### Key Controls (First line)

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

### Objecten met een verhoogd risico

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

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

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

### Operationele verliezen

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

### Verhogen risicobewustzijn

Binnen a.s.r. real estate wordt ernaar gestreefd dat risicobewustzijn aantoonbaar, verankerd en meetbaar is. Dit betekent dat zichtbaar is dat in de besluitvorming, op alle niveaus in de organisatie, de juiste vragen worden gesteld en dat deze vragen leiden tot adequaat handelen. Dit betekent dat het management op alle niveaus

verantwoordelijk is voor het bevorderen van risicobewustzijn en in staat is om van zowel management als medewerkers vast te stellen wat het 'risicobewustzijn' is.

### Three Lines of Defence model en de rol van de bewaarder

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

### Bewaarder

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

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

De rol van de bewaarder voor het Fonds is:

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

### Toeziethouders

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

### Juridische zaken

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

### Compliance

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

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

1. Benoemen van een verantwoordelijke voor compliance aangelegenheden voor de manager en de fondsen binnen het managementteam.

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

### **Compliance rapportage**

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

De kwartaalrapportage geeft inzicht in:

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

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

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

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

### **Interne Audit**

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

### **Verklaring van de manager**

De directie van a.s.r. real estate heeft over 2017 een management control statement afgegeven aangaande de risico's in de financiële rapportages en het risicobeheer (inclusief compliance risico's) bij a.s.r. real estate. De directie is verantwoordelijk voor deugdelijk risicobeheer en goed functionerende interne controlesystemen.

## Risicotabel

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
<b>Financiële risico's</b>			
<b>Marktrisico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten en de impact van deze fluctuaties op de waarde van de portefeuille.</li> <li>• Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed accepteert het Fonds het lopen van marktrisico.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het uitvoeren van periodieke hold-sell analyses, gebruik maken van richtlijnen van de NVRT en onafhankelijke taxateurs, diversificatie van de portefeuille en koppeling van de huurcontracten aan de CPI.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tussen 31 december 2016 en december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.</li> <li>• In lijn met de positieve marktontwikkelingen op zowel niet-beursgenoteerd vastgoed als beursgenoteerd vastgoed heeft het Fonds positieve fondsresultaten behaald.</li> </ul>
<b>Debiteurenrisico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het risico dat een huurder niet aan zijn verplichtingen zal voldoen.</li> <li>• Hoewel het Fonds de nodige voorzichtigheid in acht neemt bij de selectie van tegenpartijen voor niet-beursgenoteerd vastgoed, kan niet worden uitgesloten dat een tegenpartij in gebreke blijft.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bepalen van de kredietwaardigheid van de huurder voordat het huurcontract wordt afgesloten.</li> <li>• Afsluiten van huurovereenkomsten met een (middel) lange looptijd af te sluiten.</li> <li>• Waarboren van de goede staat van het vastgoed.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het debiteurenrisico is gerelateerd aan de bezettingsgraad van het vastgoed. Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 was de bezettingsgraad binnen de Direct Vastgoedportefeuille toegenomen van 73,8% naar 82,2%.</li> <li>• De voorziening dubieuze debiteuren is in 2017 afgenomen tot €14 duizend (2016: €211 duizend).</li> </ul>
<b>Valutarisico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Valutarisico komt binnen het Property Fund alleen voor bij enkele liquide vastgoedaandelen.</li> </ul> <p>Binnen het Fonds wordt valutarisico niet gehedged.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• GBP blootstelling is gelimiteerd tot max. 25% van haar onroerend goed blootstelling.</li> <li>• Blootstelling naar andere Europese vreemde valuta is niet gelimiteerd.</li> <li>• De benchmark die wordt gevolgd investeert in de meest liquide Europese onroerend goed aandelen. Hierdoor wordt valutarisico automatisch gelimiteerd.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• De valuta exposure bedroeg in 2017 13% GBP, 13% in SKR en 7% in CHF en bleef daarmee in lijn met de voorgaande periode.</li> <li>• Het valutaresultaat over 2017 was €341 duizend negatief (2016: €332 duizend positief).</li> </ul>
<b>Rente risico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het Fonds wordt voornamelijk met eigen vermogen gefinancierd.</li> <li>• Het renterisico wordt niet gehedged.</li> <li>• Het Fonds heeft alleen een rekeningcourant faciliteit van 25 miljoen euro. Per ultimo 2017 is voor €20,7 miljoen gebruik gemaakt van deze faciliteit.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Voortdurend toetsen van renterisico en LTV.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het vermogen is het renterisico op vreemd vermogen zeer beperkt.</li> </ul>

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Liquiditeitsrisico	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Participaties in het Fonds zijn illiquide investeringen vanwege de closed-end structuur.</li> <li>• De vastgoedmarkt is over het algemeen illiquide.</li> <li>• Beleggers kunnen alleen hun participaties verkopen aan het Fonds.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Beheren van financieringsbronnen, aanhouden van voldoende liquide activa en het bewaken van de liquiditeitspositie.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met marktliquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.</li> <li>• Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren..</li> </ul>
Strategie risico's			
Strategie risico	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Onder strategie risico wordt verstaan het risico dat de doelstellingen niet worden behaald vanwege onjuiste besluitvorming, verkeerde implementatie en/of het onvoldoende reageren op veranderingen in de omgeving.</li> <li>• Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed.</li> <li>• Het Fonds streeft er naar om 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 15% minus en 15% plus) van alle activa te beleggen in direct vastgoed niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met inachtneming 15% minus en 15% plus bandbreedte) in beursgenoteerde vastgoed. Binnen de direct vastgoedportefeuille vindt spreiding plaats plaats naar winkelpanden en kantoorpanden.</li> <li>• Binnen de beursgenoteerde vastgoed portefeuille hanteert het Fonds een norm om 75% te beleggen in 'continentaal' Europa en het restant in het Verenigd Koninkrijk.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Het risico wordt gemitigeerd door een vergelijking te maken met de benchmark.</li> <li>• Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Per 31 december 2017 kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 55% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 35% respectievelijk 10% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2016 52% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 40% en het restant 8% betrof</li> <li>• Als gevolg van de op pagina 5 beschreven combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren..</li> </ul>

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
<b>Operationele risico's</b> Operationeel risico	<ul style="list-style-type: none"> <li>Het Fonds heeft te maken met operationele risico's die het directe of indirecte resultaat zijn van verliezen als gevolg van inadequate of slecht functionerende interne processen, mensen en systemen of externe gebeurtenissen waaronder beschadigingen van de reputatie, continuïteitsrisico en uitbestedingsrisico.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Met betrekking tot de operationele risico's van het fonds worden de systematische, rapportage en administratieve impact gemitigeerd door het interne controle systeem.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Om de twee jaar wordt een ISAE3402 Type II respectievelijk COS 3000A rapport afgelegd en getoetst. Bij de laatste verklaringen werden geen materiële bevindingen aangetroffen door de externe accountant.</li> </ul>
<b>Bewaarnemingsrisico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Risico dat de assets onder custodian verdwijnen als gevolg van slordigheden.</li> <li>Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het bewaarnemingsrisico.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Bewaarnemingsrisico's worden gemitigeerd aan de hand van vergaderingen met de custodian die op kwartaalbasis plaatsvinden. Tijdens deze vergaderingen wordt de opvolging van de SLA besproken.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.</li> </ul>
<b>Financieel verslaggevingsrisico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>De kwaliteit van de jaarrekening van het Fonds wordt gegarandeerd door periodieke interne en externe audits.</li> <li>Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het financieel verslaggevingsrisico.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Vastgelegde procedures van interne audits op basis van steekproef en ad hoc inspecties.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.</li> </ul>
<b>Compliance risico</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Het Fonds heeft te maken met lokale, regionale en landelijke wetgeving van de landen waarin zij actief is.</li> <li>Het Fonds kwalificeert zich als een alternatief investeringsfonds conform de Alternative Investment Fund Directive 2011/61/EU (AIFMD).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>a.s.r. real estate heeft een Compliance officer die o.a. toezicht houdt op integriteits risico's.</li> <li>Het Fonds maakt gebruik van externe fiscalisten en juridische dienstverleners om de juridische en fiscale aspecten omtrent compliance risico te mitigeren.</li> <li>Voor het Beursgenoteerde Vastgoed vindt toezicht op de verschillende buitenlandse beleggingen in deze portefeuille zijn opgenomen en waardoor het Fonds is onderworpen aan plaatselijke, regionale en nationale regelgeving.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.</li> </ul>

## Portefeuilleontwikkeling

### Portefeuilleontwikkeling: algemeen

De beleggingen van het Fonds bestonden 31 december 2017 uit 55% niet-beursgenoteerd vastgoed, 35% beursgenoteerd vastgoed en 10% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

#### Waarde en verdeling van de beleggingen

	31-12-2017		31-12-2016	
Niet-beursgenoteerd vastgoed	308.604	55%	278.584	52%
Beursgenoteerd vastgoed	196.716	35%	213.007	40%
Overige activa	58.330	10%	39.709	8%
<b>Totaal</b>	<b>563.650</b>	<b>100%</b>	<b>531.300</b>	<b>100%</b>

De totale activa van het Fonds stegen in 2017 met €32,4 miljoen tot €563,7 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd stegen met €30 miljoen tot €308,6 miljoen door €55,1 miljoen aan aankopen, €57,4 miljoen aan verkopen, een positief ongerealiseerd waarderingsresultaat van €15,1 miljoen, een gerealiseerd waarderingsresultaat van €6,5 miljoen, €9,5 miljoen aan investeringen en €1,2 miljoen aan geactiveerde verhuurkortingen.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €16,3 miljoen tot €196,7 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een verkoop van vastgoedaandelen van €34,3 miljoen en een positief waarderingsresultaat van €18 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 31 december 2017 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

#### Fonds verdeeld naar activa per 31-12-2017



Het Fonds heeft in 2017 twee grote uitgaande kasstromen gehad, zijnde een dividenuitkering in mei van €15 miljoen en een agio-uitkering in december (€32,5 miljoen). Deze uitkeringen waren mogelijk doordat het Fonds onder andere direct vastgoed voor ruim €57 miljoen en vastgoedaandelen voor ruim €34 miljoen heeft verkocht.

Het Fonds zal in 2018 wederom dividend uitkeren.



## Portefeuilleontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed bestaan volledig uit Nederlands vastgoed en worden onderverdeeld in de categorieën direct vastgoed en deelnemingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Direct vastgoed betreft vastgoed dat het Fonds zelf volledig in bezit heeft. Bij deelnemingen in vastgoedfondsen heeft het Fonds zich, naast de belangen in het ASR Dutch Prime Retail Fund ('ASR DPRF') en het ASR Dutch Mobility Office Fund ('ASR DMOF'), per 3 april 2017 kunnen committeren voor een bedrag van €50,1 miljoen aan het CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES') waarmee een grotere spreiding in verschillende vastgoedsegmenten gerealiseerd is. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 31 december 2017 is te vinden in dit jaarverslag op pagina 79 (bijlage 2).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille weergegeven:

Kerncijfers van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille			
		31-12-2017	31-12-2016
<b>WINKELS</b>			
<b>Direct vastgoed</b>			
Aantal objecten		22	28
Aantal huurcontracten		58	69
Netto verhuur oppervlak m <sup>2</sup>		46.560	49.655
Markthuur / Contracthuur		97%	106%
Bezettingsgraad		84%	75%
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>			
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)		82,9	80,6
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)		6,2	6,2
<b>KANTOREN</b>			
<b>Direct vastgoed</b>			
Aantal objecten		2	3
Aantal huurcontracten		9	11
Netto verhuur oppervlak m <sup>2</sup>		8.236	21.120
Markthuur / Contracthuur		91%	99%
Bezettingsgraad		75%	72%
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>			
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)		27,0	26,3
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)		11,2	14,3
<b>WONINGEN</b>			
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>			
CBRE Dutch Residential Fund (€)		55,0	
CBRE Dutch Residential Fund (% belang)		3,5	

## Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie

	31-12-2017		31-12-2016	
Direct vastgoed	143.727	47%	171.664	62%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	164.877	53%	106.920	38%
<b>Totaal</b>	<b>308.604</b>	<b>100%</b>	<b>278.584</b>	<b>100%</b>

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in 2017 toe met €30 miljoen tot €308,6 miljoen, met name door de participatie in CBRE DRES voor €50,1 miljoen, verkoop van kantorencomplex Meerparc in Amsterdam voor €51 miljoen en een positief (on)gerealiseerd herwaarderingsresultaat van €22 miljoen en €10 miljoen aan investeringen voor project Lijnbaan te Rotterdam.

## Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

### Onroerend goed in exploitatie

	31-12-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	171.664	206.631
Aankopen	5.043	0
Investerings	9.487	672
Verhuurkortingen	1.194	-1.499
Verkopen	-57.371	-38.910
Waarderingsresultaten	13.710	4.770
<b>Totaal</b>	<b>143.727</b>	<b>171.664</b>

In 2017 zijn zeven winkelobjecten en een kantoorobject verkocht met een verkoopopbrengst van €57,4 miljoen en een verkoopresultaat van €6,5 miljoen.

Het direct vastgoed verdeeld naar segment op 31 december 2017 was als volgt:

### Direct vastgoed verdeeld naar segment

	31-12-2017		31-12-2016	
Kantorenportefeuille	13.980	10%	50.365	29%
Winkelportefeuille	129.747	90%	121.299	71%
<b>Totaal</b>	<b>143.727</b>	<b>100%</b>	<b>171.664</b>	<b>100%</b>

## Huurders direct vastgoed

Binnen de kantoren- en winkelportefeuille maken de 10 grootste huurders 65% van de omvang van de huurcontracten uit. Dit hoge percentage is een direct gevolg van de strategie van het Fonds om binnen de categorie niet-beursgenoteerd vastgoed de beleggingen in direct vastgoed te verkopen ten gunste van beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Het Fonds heeft nog slechts 67 huurcontracten in direct vastgoed, waarbij twee huurders (Hudson's Bay Company ('HBC') & Ahold Europe) 32% voor haar rekening nemen. Hoewel het specifiek risico binnen direct vastgoed redelijk hoog is, is op portefeuilleniveau het specifiek risico gedaald door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een grotere spreiding van huurders. Het Fonds streeft ernaar om de allocatie naar specifieke huurders verder af te bouwen door het verkopen van direct vastgoed of het investeren in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen.

### Top 10 huurders direct vastgoed

	percentage
Hudson's Bay Company	23%
Ahold Europe Real Estate	9%
A.S. Watson Property	7%
Esprit Europe	6%
Ernst & Young Nederland	5%
Bestseller Wholesale Benelux	5%
Cracks Monobrand	3%
Koningskinderen	3%
Jeans Centre	2%
B32 Nederland	2%
Overige huurders	35%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>

## Huurcontracten directe portefeuille

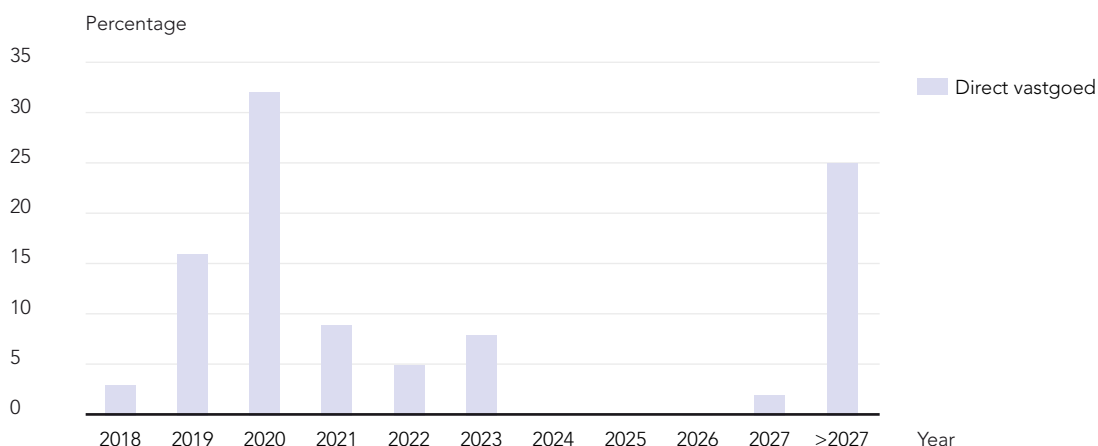
Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. In 2017 hebben zich geen significante wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand waardoor de gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten met 6,83 jaar gelijk gebleven is (2016: 6,83 jaar). Als gevolg van verkopen is de gemiddelde looptijd van huurcontracten met 6,83 jaar gelijk gebleven (2016: 6,83 jaar).

De bezettingsgraad van de winkelportefeuille is per 31 december 2017 (84%) sterk gestegen ten opzichte van 2016 (75%) met name door de langjarige verhuur van de Utrechtsestraat in Amersfoort aan HBC.

Voor de kantorenportefeuille is de bezettingsgraad per 31 december 2017 (75%) gestegen ten opzichte van 2016 (72%) met name als gevolg van de verkoop van kantorencomplex Meerparc in Amsterdam.

De markthuren van de winkelportefeuille zijn in 2017 gedaald ten opzichte van de contracthuren. Dit verhoogt het risico op lagere verhuuropbrengsten bij het afsluiten van nieuwe huurcontracten. Over het geheel genomen zijn de markthuren van de winkelportefeuille 3% lager dan de huidige contracthuren.

#### Afloop huurcontracten o.b.v. jaarhuren per 31-12-2017



#### Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 31 december 2017 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	31-12-2017	31-12-2016
Korter dan 1 jaar	8.222	11.460
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	20.014	34.630
Langer dan 5 jaar	32.592	36.073
<b>Totaal</b>	<b>60.828</b>	<b>82.163</b>

#### Investeringen

Het Fonds heeft in 2016 voor het object in Amersfoort een huurcontract afgesloten met HBC. Er zal in 2018 maximaal €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 laten herontwikkelen door een externe partij. De vijf objecten vallen binnen een gebiedsontwikkeling waarbij meerdere vastgoedeigenaren een samenwerkingsverband zijn aangegaan. In augustus 2017 heeft de eerste investering plaatsgevonden (€9 miljoen) voor de levering van de grond. Het Fonds verwacht in 2018 €4 miljoen te investeren in deze herontwikkeling. Vanwege de officiële start van het project (30 augustus 2017) is besloten om de objecten per jaareinde te taxeren als project.

## Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

Deelnemingen in vastgoedfondsen		
	31-12-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	106.920	86.680
Aankopen	50.087	25.000
Investeringen	0	0
Verkopen	0	0
Waarderingsresultaten	7.870	2.563
Overige mutaties	0	-7.323
<b>Totaal</b>	<b>164.877</b>	<b>106.920</b>

De belegging in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF, €82,9 miljoen, het ASR DMOF, €27 miljoen en het CBRE DRES, €55 miljoen, waarin het Fonds op 3 april 2017 een belang van 3,8% verworven heeft.

## Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

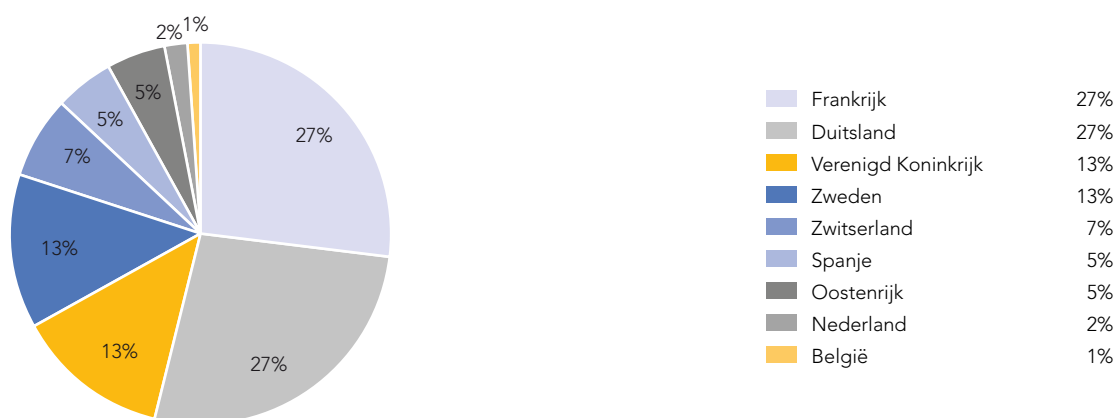
De beleggingen in beursgenoteerd vastgoed bestonden per 31 december 2017 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in 2017 af met €16,3 miljoen tot €196,7 miljoen. De daling werd veroorzaakt door per saldo €34,3 miljoen verkopen en een positief waarderingsresultaat van €18 miljoen. Zie bijlage 3 (pagina 80) 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

Beleggingen in beursgenoteerd vastgoed		
	31-12-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	213.007	241.908
Aankopen	23.440	26.129
Verkopen	-57.739	-49.739
Waarderingsresultaten	18.008	-5.291
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>196.716</b>	<b>213.007</b>

Het ontvangen dividend uit de vastgoedaandelen bedroeg in 2017 €7,4 miljoen (3,8%) (2016: €8,4 miljoen (3,7%)).

De beleggingen in vastgoedaandelen hadden per 31 december 2017 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

## Geografische spreiding vastgoedaandelen per 31-12-2017



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

#### 10 Grootste beleggingen vastgoedaandelen per 31-12-2017

---



## Resultaatontwikkeling

### Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over 2017 zijn als volgt samen te vatten:

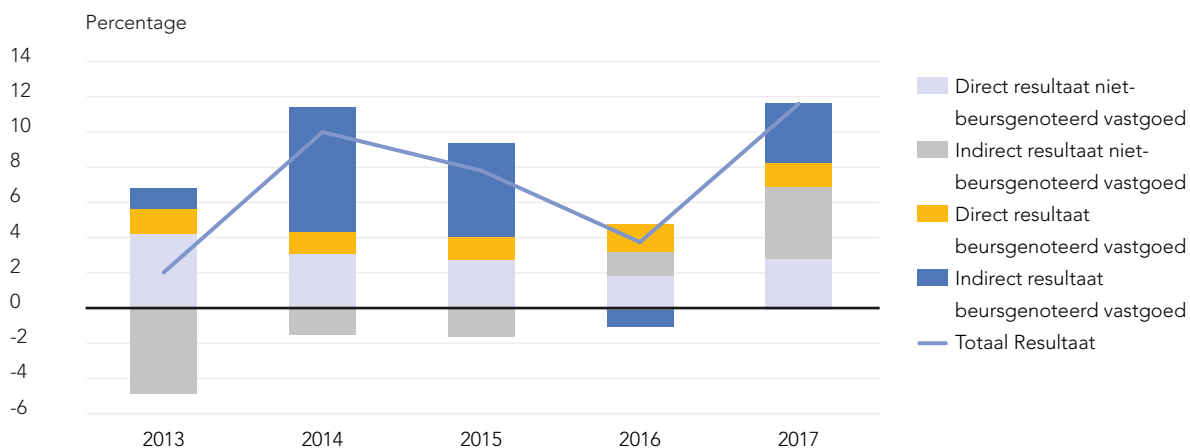
Resultaten over 2017		
	2017	2016
Totaal operationeel inkomen	24.562	22.807
Totaal operationeel uitgaven	-4.516	-7.299
<b>Operationeel resultaat</b>	<b>20.046</b>	<b>15.508</b>
Gerealiseerde waarderingsresultaten	17.358	14.585
Financieringsresultaat	113	-156
<b>Netto gerealiseerd investeringsresultaat</b>	<b>37.517</b>	<b>29.937</b>
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	22.208	-12.641
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>59.725</b>	<b>17.296</b>

Op certificaten die participanten ultimo 2017 reeds in bezit hadden is een rendement behaald van 11,2% (2016: 3,2%).

Het positieve fondsrendement werd behaald door zowel het directe resultaat van 4,2% (2016: 3,4%), als het indirecte resultaat van 7,4% (2016: 0,4%). De directe fondskosten bedroegen 0,51% in 2017, een daling van 0,07%-punt ten opzichte van 2016. De daling wordt voornamelijk veroorzaakt door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Deze fondsen krijgen zelf reeds vergoedingen in rekening gebracht en a.s.r. real estate brengt over deze beleggingen geen (dubbele) kosten in rekening aan het Fonds.

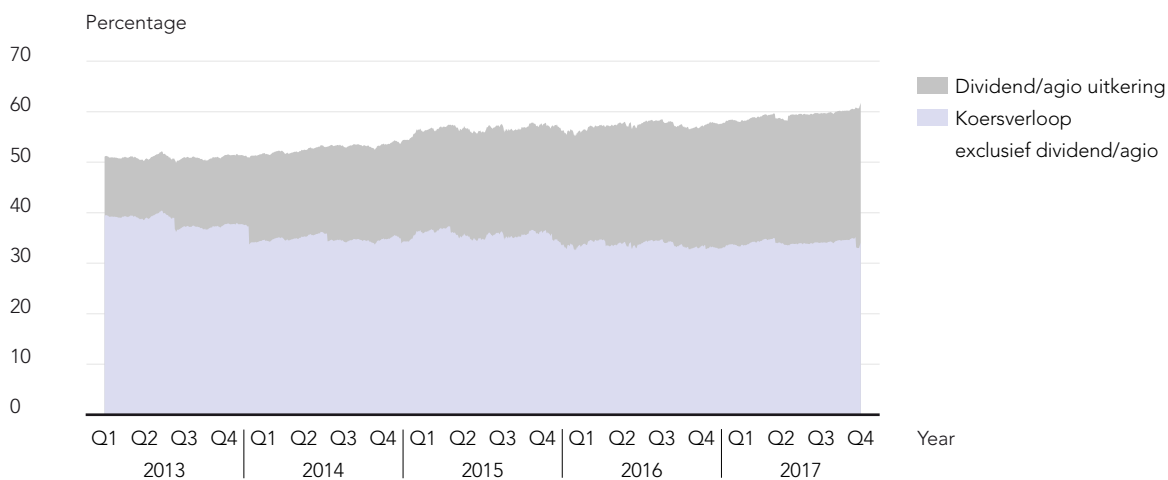
Onderstaande tabel geeft een overzicht van het directe en indirecte resultaat van zowel het Nederlands direct vastgoed als de beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen van het Fonds vanaf 2013. Daarnaast geeft de verbindingslijn het totale resultaat weer.

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



De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 31 december 2017 €34,19 (2016: €33,42). Het Fonds behaalde in 2017 een positief resultaat per aandeel van €3,77. Ondanks de uitkering van dividend (€0,95) en agio (€2,05) steeg de koers van het Fonds in 2017 met €0,77. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2013 ziet er als volgt uit:

### Koersontwikkeling 2013 t/m 2017



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

Fondsresultaat					
	2017	2016	2015	2014	2013
Opbrengst uit beleggingen	1,55	1,42	1,82	1,94	2,41
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	1,10	0,93	0,86	0,73	0,09
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	1,41	-0,79	0,53	1,23	-1,48
Fondskosten	-0,29	-0,46	-0,65	-0,79	-0,80
<b>Resultaat per aandeel</b>	<b>3,77</b>	<b>1,10</b>	<b>2,56</b>	<b>3,11</b>	<b>2,22</b>
Belastingen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>Resultaat per aandeel na belastingen</b>	<b>3,77</b>	<b>1,10</b>	<b>2,56</b>	<b>3,11</b>	<b>2,22</b>

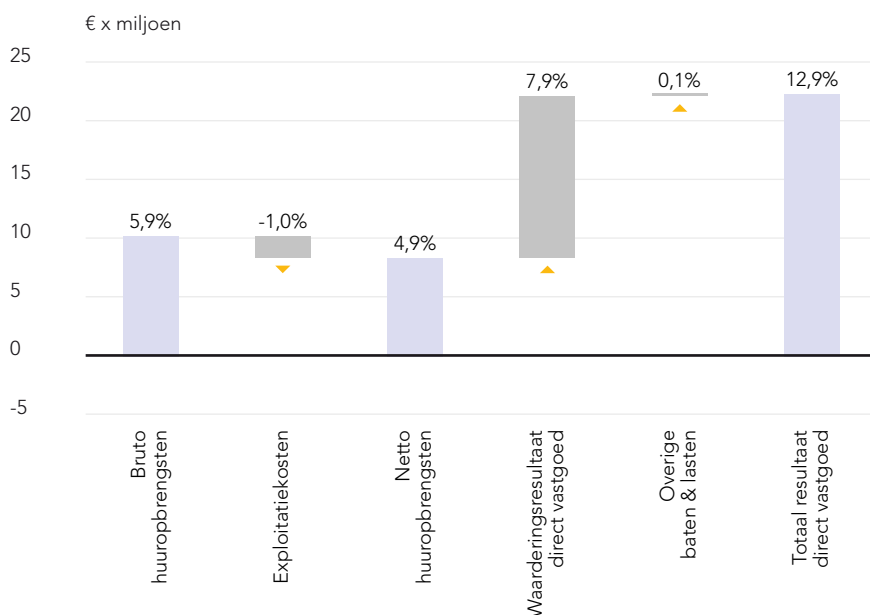
## Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het niet-beursgenoteerd vastgoed over 2017 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed		
	2017	2016
Bruto huuropbrengsten	10.226	9.417
Exploitatiekosten	-1.786	-4.215
Dividend vastgoedfondsen	6.760	3.458
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	15.108	5.409
Gerealiseerd waarderingsresultaat	6.472	1.924
Overige baten & lasten	183	1.533
<b>Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed</b>	<b>36.963</b>	<b>17.526</b>

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

### Direct vastgoed, opbouw resultaat 2017 (in bedragen en procenten van de waarde)



### Huuropbrengsten (direct vastgoed)

De bruto huuropbrengsten bedroegen €10,2 miljoen en daarmee 5,9 % van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in 2017 ten opzichte van respectievelijk €9,4 miljoen en 5,1% in 2016. De stijging van de bruto huuropbrengsten is met name het gevolg van de langjarige verhuur van de Utrechtsestraat te Amersfoort aan HBC.

### Exploitatiekosten (direct vastgoed)

De exploitatiekosten over 2017 bedroegen 12,9% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten en waren hiermee lager dan 2016 (26,7%). De daling van de exploitatiekosten wordt voornamelijk veroorzaakt door lagere onderhoudskosten voor de kantorenportefeuille en de afwikkeling van de voorziening op een vordering op V&D welke in 2016 als overige exploitatiekosten waren opgenomen.

Waarderingsresultaat direct vastgoed				
	2017	2016		
Kantoren	9.480	21,2%	7.676	13,0%
Winkels	4.230	3,4%	-2.906	-2,3%
<b>Totaal</b>	<b>13.710</b>	<b>8,1%</b>	<b>4.770</b>	<b>2,6%</b>

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed is €13,7 miljoen (2016: €4,8 miljoen).



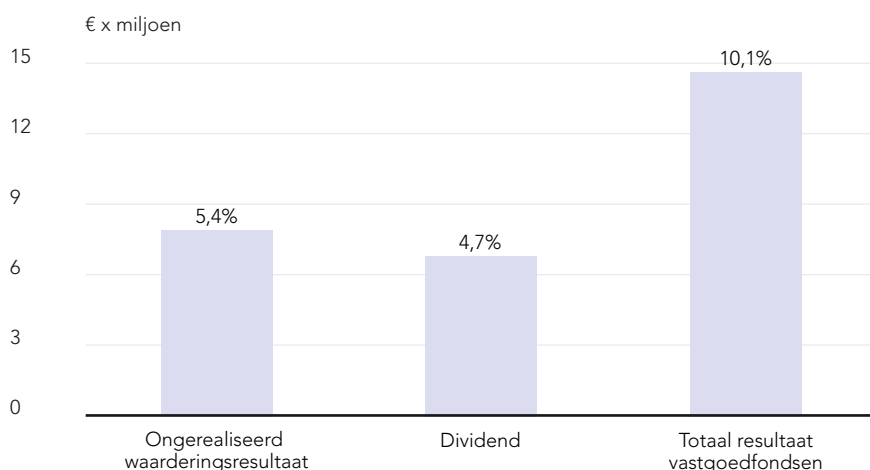
De waardeverandering (21,2%) voor de kantorenportefeuille in 2017 wordt met name veroorzaakt door het gerealiseerde waarderingsresultaat als gevolg van de verkoop van kantorencomplex Meerparc te Amsterdam.

De stijging van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (3,4%) is sterk verbeterd ten opzichte van het jaar 2016 (-2,3%). Deze verbetering wordt met name veroorzaakt door een waardestijging van de 5 te herontwikkelen projecten in Rotterdam welke eind 2017 voor het eerst als project zijn getaxeerd. Het winkelcentra te Etten-Leur is in 2017 fors gedaald als gevolg van een verslechtering van de winkelmarkt in kleinere steden in Nederland en had daarmee een drukkend effect op de waardestijging van het Fonds.

## Resultaatontwikkeling: vastgoedfondsen

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

### Vastgoedfondsen, opbouw resultaat 2017 (in bedragen en procenten van de waarde)



## Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

### Waarderingsresultaat vastgoedfondsen

	31-12-2017		31-12-2016	
<b>Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>				
Winkels	2.226	2,7%	1.288	1,6%
Kantoren	750	2,8%	1.275	5,1%
Woningen	4.894	9,3%	0	0,0%
<b>Totaal</b>	<b>7.870</b>	<b>5,4%</b>	<b>2.563</b>	<b>3,1%</b>

Het waarderingsresultaat van de drie vastgoedfondsen waar het Fonds in belegt hebben een positieve resultaat laten zien in 2017 van € 7,9 miljoen (2016: € 2,6 miljoen).

## Dividend (vastgoedfondsen)

Het ontvangen dividend over het jaar 2017 bedroeg €6,8 miljoen en daarmee 4,7% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen in vastgoedfondsen in het jaar 2017. Voor respectievelijk ASR DPRF en ASR DMOF bedroeg het ontvangen dividend €3,8 miljoen (4,5%) en €1,8 miljoen (6,7%). Voor de belegging in CBRE DRES is sinds toetreding per 3 april 2017 in totaal €1,2 miljoen (2,1%) dividend ontvangen.

## Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment				
	2017		2016	
<b>Kantoren</b>				
Direct vastgoed	9.480	21,2%	7.676	13,0%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	750	2,8%	1.275	5,1%
<b>Subtotaal</b>	<b>10.230</b>	<b>14,3%</b>	<b>8.951</b>	<b>10,7%</b>
<b>Winkels</b>				
Direct vastgoed	4.230	3,4%	-2.906	-2,3%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	2.226	2,7%	1.288	1,6%
<b>Subtotaal</b>	<b>6.456</b>	<b>3,1%</b>	<b>-1.618</b>	<b>-0,8%</b>
<b>Woningen</b>				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	4.894	9,3%		
<b>Subtotaal</b>	<b>4.894</b>	<b>9,3%</b>		
<b>Totaal</b>	<b>21.580</b>	<b>6,8%</b>	<b>7.333</b>	<b>2,7%</b>

### Kantorenportefeuille

De waardeverandering van de kantorenportefeuille (14,3%) was in 2017 positiever dan in 2016 (10,7%). Het direct vastgoed liet een fors positief waarderingsresultaat zien (21,2%) als gevolg van de verkoop van Meerparc in Amsterdam.

De belegging in het ASR DMOF liet in 2017 een positief waarderingsresultaat zien van 2,8% in lijn met de positieve marktontwikkeling op de kantorenmarkt.

### Winkelportefeuille

In tegenstelling tot voorgaande jaren is er door een aantrekkelijke winkelbeleggingsmarkt een positief waarderingsresultaat gerealiseerd van 3,1% (2016: -0,8%). Het positieve herwaarderingsresultaat van het direct winkelvastgoed werd met name veroorzaakt bij de project herontwikkeling in Rotterdam (Lijnbaan) welke in augustus 2017 officieel is gestart. De trend bij het overige direct winkelvastgoed was net als voorgaande jaren negatief.

De belegging in ASR DPRF heeft in 2017 een positief waarderingsresultaat laten zien van 2,7%, in lijn met positieve marktontwikkeling voor kwalitatief goed winkelvastgoed op goede locaties.

### Woningportefeuille

Het positieve waarderingsresultaat voor CBRE DRES was sinds toetreding (3 april 2017) 9,3%, dit resultaat is in lijn met de positieve beleggingsmarkt voor woningen.

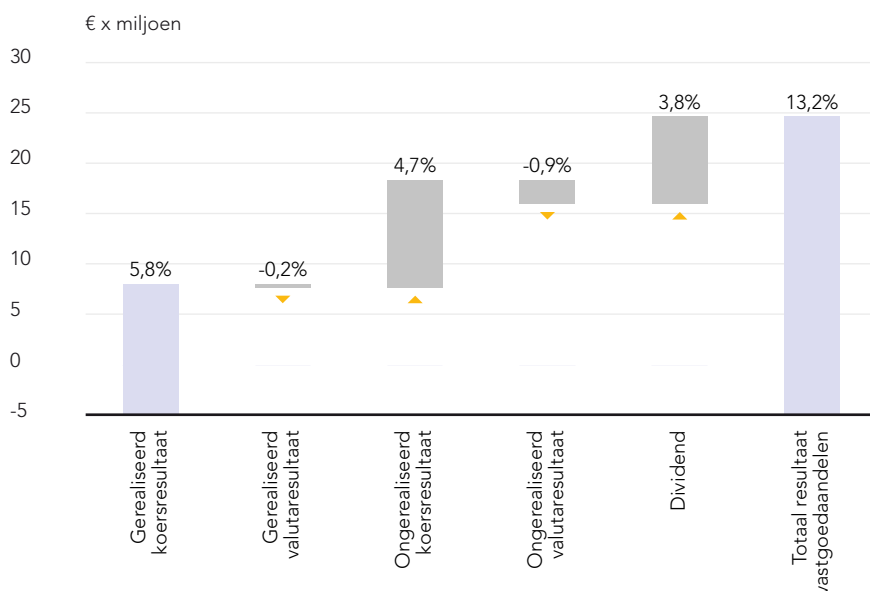
## Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

De resultaten van het beursgenoteerd vastgoed over 2017 zijn als volgt samen te vatten:

Resultaat beursgenoteerd vastgoed		
	2017	2016
Gerealiseerd koersresultaat	11.227	12.328
Gerealiseerd valutaresultaat	-341	332
Ongerealiseerd koersresultaat	9.136	-13.078
Ongerealiseerd valutaresultaat	-2.014	-4.872
Dividend	7.393	8.399
Overige koers- en valutaresultaten	-22	-99
<b>Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>	<b>25.379</b>	<b>3.010</b>

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

### Beursgenoteerd vastgoed opbouw resultaat 2017 (in bedragen en procenten van de waarde)



### Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in 2017 €20,3 miljoen positief (10,4%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €11,2 miljoen (5,8%) Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg 9,1 miljoen positief (4,7%).

### Valutaresultaat

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

### Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €7,4 miljoen daalde licht in bedrag en steeg licht in percentage (3,8%) ten opzichte van 2016 (respectievelijk €8,4 miljoen en 3,7%). 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. In het eerste halfjaar van 2017 werd de performance afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex (alle vergelijkbare objecten). Per 1 juli 2017 is de strategische doelmix in de benchmark voor niet-beursgenoteerd (MSCI/IPD Quarterly Universe) doorgevoerd, bestaande uit 40% winkels, 30% woningen en 30% kantoren.

Om tot de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te komen, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF, ASR DMOF & CBRE DRES), voegt het Fonds de resultaten van het vastgoedfonds samen met de resultaten van de directe portefeuille zoals IPD deze weergeeft. Het Fonds heeft volgens deze methodiek met haar niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille een positief rendement behaald van 11,6% (exclusief fondskosten) met een direct rendement van 5,1%. De IPD Vastgoedindex behaalde een rendement van 11,8%, met een direct rendement van 4,6%.

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille substantieel beter dan de benchmark (9,5% versus 2,5%), dit werd met name veroorzaakt door een beter indirect rendement van het fonds (9,3% versus -3,1%). Zowel de directe als niet-beursgenoteerd winkelportefeuille behaalde een hoger indirect rendement. Binnen de directe winkelportefeuille droeg voornamelijk het project aan de Lijnbaan in Rotterdam bij aan het behaalde indirecte rendement. Daarnaast liet de portefeuille van ASR DPRF een grotere waardegroei zien dan de benchmark. De kantorenportefeuille presteerde eveneens beter (15,1% versus 14,5%) dan de benchmark, waarbij het direct rendement (5,6% versus 4,5%) beter was dan de benchmark. Het hogere direct rendement is met name het gevolg van het hoge directe rendement van ASR DMOF van 7,5%. De woningportefeuille (CBRE DRES) presteerde sinds toetreding op 3 april 2017 met een totaalrendement van 15,9% minder dan de benchmark (17,8%) met name als gevolg van een lager indirect rendement (12,4% versus 13,6%). Het lagere indirect rendement van CBRE DRES komt doordat het Fonds per Q2 2017 is toegetreden tot CBRE DRES. Q1 2017 was qua performance het tweede sterkste kwartaal van dit jaar. Daarnaast heeft de verkochte woningportefeuille van CBRE een lager indirect rendement behaald van 6,0%.

De minimale afwijking ten opzichte van de benchmark (11,6% versus 11,8%) wordt verklaard door het verschil tussen de sectorverdeling van de benchmark en de allocatie naar sectoren van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille. De best presterende sector in 2017 was de woningsector met een rendement van 17,8%. Na het doorvoeren van de nieuwe benchmark per 1 juli 2017 bepalen woningen voor 30% het resultaat van de benchmark (voor de invoering van de benchmarkwijzing was dit ca. 50%). In het Fonds hebben woningen per einde jaar een aandeel van ca. 18%.

### Beursgenoteerd vastgoed

De benchmark van het indirect vastgoed bestaat uit:

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

Het Fonds behaalde op haar beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen in 2017 1,0% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 13,8%, terwijl de benchmark uitkwam op 12,8%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking). Met name de overweging naar Duitse woningfondsen en onderweging naar pan-Europese winkelfondsen en Britse vastgoedfondsen droegen positief bij aan de behaalde outperformance.

## Verhouding niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed

In 2017 bedroeg de verhouding van niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed respectievelijk 65,1% en 34,9%, ten opzichte van de strategische verdeling van 65% direct vastgoed en 35% vastgoedaandelen. De lichte onderweging in beursgenoteerd vastgoed had geen impact op de performance van het Fonds.

Utrecht, 29 maart 2018

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

# Jaarrekening 2017



## Balans

Voor resultaatbestemming (bedragen x € 1.000)

Balans			
	Toelichting	31-12-2017	31-12-2016
<b>ACTIVA</b>			
<b>Vastgoed beleggingen</b>			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	143.727	171.664
- Vastgoedfondsen	1.1	164.877	106.920
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	196.716	213.007
		<b>505.320</b>	<b>491.591</b>
<b>Vorderingen en overlopende posten</b>			
Debiteuren	2.1	325	114
Te vorderen servicekosten	2.2	196	472
Vorderingen en overlopende activa	2.3	52.516	3.332
Belastingvorderingen	2.4	1.070	1.345
		<b>54.107</b>	<b>5.263</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	3.1	4.223	34.446
		<b>4.223</b>	<b>34.446</b>
<b>Totaal activa</b>		<b>563.650</b>	<b>531.300</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	15.816	15.816
Agioreserve	4	592.233	624.733
Herwaarderingsreserve	4	42.409	18.788
Overige reserve	4	-169.505	-148.137
Onverdeeld resultaat	4	59.725	17.296
		<b>540.678</b>	<b>528.496</b>
<b>Kortlopende schulden</b>			
Crediteuren	5.1	52	330
Overige schulden	5.2	22.571	1.158
Overlopende passiva	5.3	349	1.316
		<b>22.972</b>	<b>2.804</b>
<b>Totaal passiva</b>		<b>563.650</b>	<b>531.300</b>

## Winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000)

Winst- en verliesrekening			
	Toelichting	2017	2016
<b>Opbrengsten uit beleggingen</b>			
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6	10.226	9.417
Dividend vastgoedfondsen	7	6.760	3.458
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8	7.393	8.399
Interestbaten	9	203	1
Overige baten & lasten		183	1.533
<b>Totaal opbrengsten uit beleggingen</b>		<b>24.765</b>	<b>22.808</b>
<b>WAARDERINGSRESULTATEN</b>			
<b>Gerealiseerde waardeveranderingen</b>			
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1	6.472	1.925
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	11.227	12.328
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	-341	332
		<b>17.358</b>	<b>14.585</b>
<b>Ongerealiseerde waardeveranderingen</b>			
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2	7.238	2.845
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2	7.870	2.563
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	9.136	-13.078
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-2.014	-4.872
		<b>22.230</b>	<b>-12.542</b>
Overige koers- en valutaresultaten		-22	-99
<b>Totaal waarderingsresultaten</b>		<b>39.566</b>	<b>1.944</b>
<b>Totaal bedrijfsresultaat</b>		<b>64.331</b>	<b>24.752</b>
<b>Kosten</b>			
Exploitatiekosten	11.1	-1.786	-4.323
Beheerkosten	11.2	-2.221	-2.547
Bewaarkosten	11.3	-278	-258
Interestlasten	11.4	-90	-157
Overige kosten	11.5	-231	-171
<b>Totaal kosten</b>		<b>-4.606</b>	<b>-7.456</b>
<b>Operationeel resultaat</b>		<b>59.725</b>	<b>17.296</b>
Belastingen		0	0
<b>Totaal resultaat na belastingen</b>		<b>59.725</b>	<b>17.296</b>



## Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	31-12-2017	31-12-2016
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>			
Bedrijfsresultaat		59.725	17.296
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-17.358	-14.585
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	-22.230	12.542
Verhuurkortingen	1.1	-1.194	1.499
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-14.530	-672
Aankopen / investeringen / overige mutaties vastgoedfondsen	1.1	-50.087	-17.677
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-23.440	-26.129
Verkopen direct vastgoed	1.1	57.371	38.910
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	0	0
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	57.739	49.739
Mutatie kortlopende vorderingen	2	-48.844	-1.998
Mutatie kortlopende schulden	5	-565	-1.400
<b>Kasstroom uit beleggingsactiviteiten</b>		<b>-3.413</b>	<b>57.525</b>
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>			
Uitgekeerd dividend	4	-15.043	-17.877
Uitgekeerd agio	4	-32.500	-14.000
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	5.2	20.733	0
<b>Kasstroom uit financieringsactiviteiten</b>		<b>-26.810</b>	<b>-31.877</b>
<b>Netto kasstroom</b>		<b>-30.223</b>	<b>25.649</b>
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		0	0
<b>Mutatie liquide middelen</b>		<b>-30.223</b>	<b>25.649</b>
Liquide middelen vorig boekjaar		34.446	8.797
Mutatie liquide middelen		-30.223	25.649
<b>Saldo liquide middelen</b>		<b>4.223</b>	<b>34.446</b>

## Overzicht totaal resultaat

(bedragen x € 1.000)

Overzicht totaal resultaat		
	2017	2016
Resultaat na belastingen	59.725	17.296
Rechtstreekse mutaties in het eigen vermogen	0	0
<b>Totaal resultaat</b>	<b>59.725</b>	<b>17.296</b>

## Toelichting op de jaarrekening

### Algemeen

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

### Toegepaste standaarden

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

### Grondslagen voor de waardering en resultaatbepaling

#### Algemeen

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

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

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

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

Toelichting overige algemene grondslagen:

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

### Transactiedatum en afwikkelingsdatum

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

## Fiscale status

Het Fonds heeft de status van fiscale beleggingsinstelling (FBI) conform artikel 28 van de Wet op de Vennootschapsbelasting 1969. Het Fondsresultaat is daarom in beginsel onderworpen aan een vennootschapsbelastingtarief van 0%, mits aan alle daarvoor geldende eisen bij uitkering wordt voldaan. Op 29 januari 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.

In het regeerakkoord 2017- 'Vertrouwen in de toekomst' zijn enkele voorstellen opgenomen die invloed hebben op een beleggingsinstelling met direct vastgoed en met beursgenoteerde vastgoedaandelen met FBI-status. Deze voorstellen in het regeerakkoord moeten nog worden omgezet in wetsvoorstellen. Naar aanleiding van de wetsvoorstellen streeft het Fonds er naar om passende maatregelen te nemen.

## Transacties met verbonden partijen

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

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

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

## Financiële instrumenten

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

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

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

## Saldering

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

### **Niet-beursgenoteerd vastgoed - direct vastgoed**

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

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

De waardering van het onroerend goed in exploitatie vindt plaats op basis van de RICS waarderingsrichtlijnen, RICS Redbook editie 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 markthuur en contractuele huur, leegstand en uitgaven voor onderhoud bepaald.

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

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

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

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

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

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

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

### **Taxatie van direct vastgoed**

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

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

- RICS Valuation Standards, 7 Edition (de 'Red Book');
- De International Valuations Standards Council (IVS), in overeenstemming met de International Valuation Standards van juni 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. real estate voorziet de professionele taxateurs van de vereiste en noodzakelijke informatie voor het uitvoeren van een uitgebreide taxatie. Ten minste eenmaal per jaar wordt een volledige taxatie uitgevoerd en drie keer per jaar wordt een markt-update uitgevoerd. Voor alle vastgoedbeleggingen komt het huidige gebruik overeen met het hoogste en beste gebruik van de belegging. De Finance & Risk afdeling van a.s.r. real estate coördineert het taxatieproces en analyseert de bewegingen van de waarderingen, samen met de afdeling Asset Management. Alle bewegingen > 5% of < -5% worden besproken en volledig toegelicht door de taxateur. Elk kwartaal komen de taxateurs samen met de Asset Managers en de Fund Director bij elkaar en bespreken de uitkomst van de taxaties. Het is de verantwoordelijkheid van de Asset Managers om af te tekenen voor akkoord op elke taxatie.

### Waarderingstechnieken

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

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

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

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

### Niet-beursgenoteerd vastgoed - vastgoedfondsen

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

### Beursgenoteerd vastgoed

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

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

### Vlottende activa en kortlopende schulden

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

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

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

## Herwaarderingsreserve

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

## Valuta

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

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

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

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

### Omrekenkoersen per 31 december 2017 met als tegenwaarde 1 euro

	31 december 2017	31 december 2016
Engelse pond	0,88765	0,8536
Zwitserse frank	1,17015	1,072
Zweedse kroon	9,8315	9,582

## Resultaatbepaling

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

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

## Huuropbrengsten

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

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

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

**Gebruik van schattingen**

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

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

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

**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.



## Toelichting op de balans

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

### 1. Vastgoed beleggingen

#### 1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

<b>Direct vastgoed</b>		
	31-12-2017	31-12-2016
<b>Onroerend goed in exploitatie</b>		
Stand begin boekjaar	171.664	206.631
Aankopen	5.043	0
Investeringen	9.487	672
Verhuurkortingen	1.194	-1.499
Verkopen	-57.371	-38.910
Gerealiseerd waarderingsresultaat	6.472	1.925
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	7.238	2.845
<b>Totaal</b>	<b>143.727</b>	<b>171.664</b>

Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2017 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 79).

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

<b>Direct vastgoed portefeuille</b>		
	31-12-2017	31-12-2016
Kantorenportefeuille	13.980	50.365
Winkelportefeuille	129.747	121.299
<b>Totaal</b>	<b>143.727</b>	<b>171.664</b>

In 2017 zijn zeven winkelobjecten en een kantoorobject verkocht met een verkoopopbrengst van €57,4 miljoen en een verkoopresultaat van €6,5 miljoen.

<b>Vastgoedfondsen</b>		
	31-12-2017	31-12-2016
<b>Deelnemingen in vastgoedfondsen</b>		
Stand begin boekjaar	106.920	86.680
Aankopen	50.087	25.000
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	7.870	2.563
Overige mutaties	0	-7.323
<b>Totaal</b>	<b>164.877</b>	<b>106.920</b>

Naast het belang in ASR Dutch Prime Retail Fund en ASR Dutch Mobility Office Fund heeft het fonds in april 2017 participaties ter waarde van € 50,1 miljoen verworven in het CBRE Dutch Residential Fund. Een overzicht van de opbouw van de deelnemingen in vastgoedfondsen ultimo 2017 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 79).

## 1.2 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed		
	31-12-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	213.007	241.908
Aankopen	23.440	26.129
Verkopen	-57.739	-49.739
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	10.887	12.660
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	7.121	-17.951
<b>Totaal</b>	<b>196.716</b>	<b>213.007</b>

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

## 1.3 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in 2017 was 24,43 (2016: 18,89). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 24,43 betekent dat in 1 jaar 24,43% van alle beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en beursgenoteerd vastgoed zijn gekocht of verkocht.

## 1.4 Bepaling marktwaarde beleggingen

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

Marktwaarde beleggingen			
Beleggingen	Marktwaardebepaling	31-12-2017	31-12-2016
Direct vastgoed	Externe taxaties	143.727	171.664
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	INREV netto vermogenswaarde	164.877	106.920
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	Beursprijzen	196.716	213.007

## 2. Vorderingen en overlopende posten

### 2.1 Debiteuren

Debiteuren		
	31-12-2017	31-12-2016
Debiteuren	339	325
Voorziening dubieuze debiteuren	-14	-211
<b>Totaal</b>	<b>325</b>	<b>114</b>

De debiteurenpositie is licht toegenomen ten opzichte van vorig jaar en wordt grotendeels veroorzaakt door Funplaza. Deze achterstand zal in het 1ste kwartaal van 2018 volledig worden afgewikkeld waardoor er geen voorziening is gevormd voor deze achterstand.

### 2.2 Te vorderen servicekosten

Te vorderen servicekosten		
	31-12-2017	31-12-2016
Servicekosten	196	490
Voorziening servicekosten	0	-18
<b>Totaal</b>	<b>196</b>	<b>472</b>

### 2.3 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
	31-12-2017	31-12-2016
Dividend vorderingen	1.409	966
Leningen aan huurders	0	108
Nog te ontvangen bedragen	50.722	484
Overige vorderingen	385	1.774
<b>Totaal</b>	<b>52.516</b>	<b>3.332</b>

De dividend vorderingen betreft met name de nog te ontvangen dividenden over het 4de kwartaal van 2017 voor ASR DPRF en ASR DMOF. De nog te ontvangen bedragen betreft met name de opbrengst uit de verkoop van Meerparc te Amsterdam (transport datum 29 december 2017).

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

### 2.4 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	31-12-2017	31-12-2016
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.070	1.345
<b>Totaal</b>	<b>1.070</b>	<b>1.345</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 afname van de nog te ontvangen dividend- en bronbelasting is met name te verklaren door de verbeterde doorlooptijd in de afwikkeling van deze posten.

### 3. Overige activa

#### 3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	31-12-2017	31-12-2016
Banksaldi	4.223	34.446
<b>Totaal</b>	<b>4.223</b>	<b>34.446</b>

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van het Fonds.

## 4. Eigen vermogen

### 4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

Overzicht van mutaties in het eigen vermogen						
	Geplaatst aandelenkapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
<b>Stand 1 januari 2016</b>	15.816	638.733	18.663	-168.042	37.907	543.077
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>
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	17.296	-17.296	0
Uitkering dividend	0	0	0	-15.043	0	-15.043
Uitkering agio	0	-32.500	0	0	0	-32.500
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	23.621	-23.621	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	59.725	59.725
<b>Stand 31 december 2017</b>	<b>15.816</b>	<b>592.233</b>	<b>42.409</b>	<b>-169.505</b>	<b>59.725</b>	<b>540.678</b>

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

Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten			
	ASR leven	ASR Bewaarder	Totaal
Stand per begin boekjaar	12.205	3.611	15.816
Aandelen transacties	-1.934	1.934	0
Uitgifte certificaten	0	0	0
<b>Totaal</b>	<b>10.271</b>	<b>5.545</b>	<b>15.816</b>

Intrinsieke waarde			
	31-12-2017	31-12-2016	31-12-2015
Intrinsieke waarde van het fonds	540.678	528.496	543.077
Uitstaande certificaten	15.816	15.816	15.816
Intrinsieke waarde per certificaat	34,19	33,42	34,34

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

## 5. Kortlopende schulden

### 5.1 Crediteuren

Crediteuren		
	31-12-2017	31-12-2016
Crediteuren	52	330
<b>Totaal</b>	<b>52</b>	<b>330</b>

### 5.2 Overige schulden

Schulden aan kredietinstellingen		
	31-12-2017	31-12-2016
Schulden aan kredietinstellingen	20.733	0
<b>Totaal</b>	<b>20.733</b>	<b>0</b>

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

In december 2017 is tijdelijk gebruik gemaakt van het rekening courantkrediet in verband met de nog niet ontvangen gelden uit de verkoop van Meerparc te Amsterdam (zie ook 2.3 Vorderingen en overlopende activa) en de reeds geplande agio uitkering 2017. De rekening courant krediet is begin januari 2018 volledig ingelost.

Overige schulden		
	31-12-2017	31-12-2016
Waarborgsommen	86	19
Nog te betalen beheervergoeding	527	609
Nog te betalen accountantskosten	97	73
Nog te betalen belastingen	0	0
Nog te betalen aan participanten	195	0
Overige kortlopende schulden	933	457
<b>Totaal</b>	<b>1.838</b>	<b>1.158</b>

De overige kortlopende schulden betreffen voor €737 duizend aan onterecht ontvangen huur voor het verkochte object Meerparc te Amsterdam en voor €196 duizend aan overlopende kosten welke met name betrekking hebben op 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

Overlopende passiva		
	31-12-2017	31-12-2016
Vooruitontvangen huur	349	1.316
<b>Totaal</b>	<b>349</b>	<b>1.316</b>

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

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

Het Fonds heeft zich gecommitteerd aan de herontwikkeling van objecten in Rotterdam met een investering van €22,3 miljoen in de periode 2017-2019, waarvan ca. €9 miljoen in het tweede halfjaar van 2017 is uitgegeven. Inzake een afgesloten huurovereenkomst met Hudson's Bay voor een object in Amersfoort zal het Fonds €16 miljoen investeren.

Bij oplevering van project Coolsingel te Rotterdam aan ASR DCRF, heeft het Fonds zich gecommitteerd om toe te treden tot ASR DCRF voor maximaal € 30 miljoen. Toelichting op de winst-en verliesrekening (bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

## Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

### 6. Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

Bruto huuropbrengsten direct vastgoed		
	2017	2016
Theoretische huuropbrengsten	13.860	16.163
Leegstand	-2.412	-4.442
Verhuurkortingen	-1.222	-2.304
<b>Bruto huuropbrengsten</b>	<b>10.226</b>	<b>9.417</b>

#### 6.1 Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 31 december 2017 als volgt worden weergegeven:

Toekomstige minimale huuropbrengsten		
	2017	2016
Korter dan 1 jaar	8.222	11.460
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	20.014	34.630
Langer dan 5 jaar	32.592	36.073
<b>Totaal</b>	<b>60.828</b>	<b>82.163</b>

### 7. Dividend vastgoedfondsen

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

### 8. Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

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

### 9. Interestbaten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.



## 10. Waarderingsresultaten

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

### 10.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	2017	2016
<b>NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	6.658	2.894
Direct vastgoed negatief	-186	-969
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>6.472</b>	<b>1.925</b>
<b>BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
Koersresultaat positief	11.227	12.328
Koersresultaat negatief	0	0
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>11.227</b>	<b>12.328</b>
Valutare resultaat positief	0	332
Valutare resultaat negatief	-341	0
<b>Totaal valutare resultaat</b>	<b>-341</b>	<b>332</b>
<b>Totaal gerealiseerde waardeveranderingen</b>	<b>17.358</b>	<b>14.585</b>

### 10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	2017	2016
<b>NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	20.095	7.518
Direct vastgoed negatief	-12.857	-4.673
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>7.238</b>	<b>2.845</b>
<b>VASTGOEDFONDSEN</b>		
Vastgoedfondsen positief	7.870	2.563
Vastgoedfondsen negatief	0	0
<b>Totaal vastgoedfondsen</b>	<b>7.870</b>	<b>2.563</b>
<b>BEURSGENOTEERD VASTGOED</b>		
Koersresultaat positief	9.136	0
Koersresultaat negatief	0	-13.078
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>9.136</b>	<b>-13.078</b>
Valutare resultaat positief	0	0
Valutare resultaat negatief	-2.014	-4.872
<b>Totaal valutare resultaat</b>	<b>-2.014</b>	<b>-4.872</b>
<b>Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen</b>	<b>22.230</b>	<b>-12.542</b>

## 11. Kosten

### 11.1 Exploitatiekosten

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

Exploitatiekosten		
	2017	2016
Onderhoudskosten	401	893
Vaste lasten	488	599
Leegstand servicekosten	165	573
Taxatiekosten	46	50
Overige exploitatiekosten	686	2.208
<b>Totaal</b>	<b>1.786</b>	<b>4.323</b>

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

De daling van de exploitatiekosten wordt voornamelijk veroorzaakt door lagere onderhoudskosten voor de kantorenportefeuille en de afwikkeling van de voorziening op een vordering op V&D welke in 2016 als overige exploitatiekosten waren opgenomen.

### 11.2 Beheerkosten

Beheerkosten		
	2017	2016
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	2.207	2.530
Bewaarloon Custodian	14	17
<b>Totaal</b>	<b>2.221</b>	<b>2.547</b>

#### Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontving in 2017 voor het beheer een vergoeding van 0,55% van het fondsvermogen exclusief vastgoedfondsen. Het fonds betaalt geen prestatievergoeding.

#### Beloning van de beheerder

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

#### Beloning over het boekjaar

De totale kosten van a.s.r. real estate (beheerder van het Fonds) bedraagt over het boekjaar 2017: €24,5 miljoen (2016: €22,2 miljoen). In de winst- en verliesrekening worden de baten en lasten toegerekend aan de periode waarop ze betrekking hebben. De totale kosten bestaan uit een totale last aan personeelskosten van €15,7 miljoen (2016: 13,5 miljoen) gebaseerd op gemiddeld 151 fte, waaronder 2 directieleden. Van de totale personeelskosten is €0,4 miljoen (2016: €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 2017 luidt het aantal fte in dienst van a.s.r. real estate: 151 (2016: 141). De overige kosten, bestaande uit onder andere ICT, Business Support, advieskosten en marketingkosten, bedroegen €8,8 miljoen (2016: €8,7 miljoen). De beloning voor het beheer van het Fonds ten gunste van a.s.r. real estate bedraagt in 2017: €2,2 miljoen (2016: €2,5 miljoen).

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

De totale beloning voor de medewerkers van a.s.r. real estate die betrokken zijn bij het Fonds bedraagt €1,2 miljoen (2016: €1,1 miljoen). Dit bedrag is door de beheerder, via de beheervergoeding, volledig doorbelast aan het Fonds. De onderstaande tabel geeft een schatting weer van de beloning van de medewerkers betrokken bij het Fonds:

<b>Beloning</b>					
	Aantal begunstigen	Vaste beloning	Variabele beloning	Totaal beloning	Procentuele verdeling
<b>2017</b>					
Directie	2	31	0	31	3%
Identified staff	0	0	0	0	0%
Overige medewerkers	10	1.187	0	1.187	97%
<b>Totaal</b>	<b>12</b>	<b>1.218</b>	<b>0</b>	<b>1.218</b>	<b>100%</b>
<b>2016</b>					
Directie	2	33	0	33	3%
Identified staff	0	0	0	0	0%
Overige medewerkers	10	1.082	0	1.082	97%
<b>Totaal</b>	<b>12</b>	<b>1.115</b>	<b>0</b>	<b>1.115</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 niet-beursgenoteerd vastgoed bedroegen in 2017 1,40% (2016: 1,65%). De lopende kosten betreffen alle kosten die gedurende 2017 ten laste van het Fonds zijn gebracht gerelateerd aan de gemiddelde intrinsieke waarde gedurende het jaar. Dit betreft zowel kosten die bij het Fonds, als kosten die bij vastgoedfondsen waarin het Fonds participeert, in rekening gebracht zijn. Het Fonds betaalt geen fee aan de beheerder van het Fonds over beleggingen in vastgoedfondsen om dubbele fees te voorkomen. De lopende kosten exclusief exploitatiekosten van het Fonds bedroegen in 2017 0,70% (2016: 0,65%).

### Bewaarloon Custodian

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

### 11.3 Bewaarkosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €197 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor het direct vastgoed;
- €64 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de vastgoedaandelen;
- €17 duizend voor de vergoeding (incl. BTW) van het externe lid van de raad van advies.

### 11.4 Interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor aangehouden het rekening courantkrediet.

## 11.5 Overige kosten

Overige kosten		
	2017	2016
Accountantskosten	98	99
Overige kosten	133	72
<b>Totaal</b>	<b>231</b>	<b>171</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 €98 duizend, waarvan €98 duizend nog betaald moet worden.

### Overige kosten

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

### Werknemers

Het Fonds heeft in 2017 geen personeel in dienst (2016: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. real estate. De personeelskosten worden door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het Fonds.

### Bezoldiging

De vergoeding van €15 duizend (exclusief btw) over 2017, aan het externe lid van de raad van advies, bestaat uit periodiek betaalde beloningen. Over het jaar 2016 was de vergoeding eveneens €15 duizend (exclusief btw). Verder zijn er geen bezoldigingen uitbetaald of toegekend aan directie en raad van advies leden.

## 12. Resultaatbestemming

### Voorstel resultaatverdeling

#### Dividend

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

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

#### Voorstel resultaatverdeling

Het voor uitkering beschikbare resultaat bedraagt:

<b>Voor uitkering beschikbare resultaat 2017</b>	
	2017
Voor uitkering beschikbare fiscale winst	20.159

Het voorstel is om een dividend uit te keren van €1,27 per aandeel.

#### Gebeurtenissen na balansdatum

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

Utrecht, 29 maart 2018

ASR Property Fund N.V. Directie

De heer drs. D. Gort MRE MRICS

De heer drs. M.R. Lavooi RBA

# Risico's

## Financiële risico's

### Marktrisico niet-beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico betreft het risico van fluctuaties op de financiële markten. De waarde van het niet-beursgenoteerd vastgoed kan in Nederland of wereldwijd dalen. Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen naar vastgoedsector gespreid en streeft het Fonds naar beleggingen in strategische steden. Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed loopt het Fonds marktrisico. De waarde van niet-beursgenoteerd vastgoed is doorgaans minder volatiel dan beursgenoteerd vastgoed. Op 31 december 2017 is €309 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2016: 279 miljoen). Een overzicht van de opbouw van de beleggingen ultimo 2017 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 2 (pagina 79).

### Marktrisico direct vastgoed

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

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

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

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

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

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

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

### Marktrisico indirect niet-beursgenoteerd vastgoed

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

#### Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-15.430	15.430
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-30.860	30.860

## Marktrisico op beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed betreft de impact op de waarde van de onderliggende portefeuille als gevolg van veranderingen op financiële markten. De aandelenkoersen van de beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen op de beurzen dalen. Door voldoende spreiding binnen de portefeuille aan te brengen is het mogelijk om een deel van het bedrijfsspecifieke risico weg te diversifiëren, waardoor vooral blootstelling aan marktrisico overblijft. Binnen het Fonds wordt gestreefd naar een optimale beleggingsmix met betrekking tot regio, sector en individuele belegging om risico te mitigeren. Op 31 december 2017 bedroeg het aandeel in beursgenoteerd vastgoed €197 miljoen terwijl per 31 december 2016 €213 miljoen belegd was in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

### Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-9.836	9.836
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-19.672	19.672

Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen zowel naar vastgoedsector als naar Europese regio gespreid. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 31 december 2017 is te vinden in dit jaarverslag in bijlage 3 (pagina 80).

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

## Debiteurenrisico direct vastgoed

Debiteurenrisico heeft betrekking op het risico dat een huurder niet langer aan haar verplichtingen kan voldoen. Daarmee is het direct gelieerd aan de kredietwaardigheid van de betreffende tegenpartij. Binnen het Fonds wordt een inschatting gemaakt van de betalingscapaciteit van tegenpartijen. Een toename van het debiteurenrisico van 10% heeft een inkomensdaling van €1,1 miljoen tot gevolg.

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

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

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

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

### Financiële instrumenten waarover het Fonds kredietrisico loopt

	31-12-2017	31-12-2016
Verstekte leningen en overige vorderingen	54.107	5.263

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

<b>Ouderdomsanalyse debiteuren</b>		
(bedragen x € 1.000)	2017	2016
0 - 30 dagen	17	28
31 - 60 dagen	164	5
61 - 180 dagen	26	38
181 - 365 dagen	126	138
> 365 dagen	6	115
	339	325
Voorziening dubieuze debiteuren	-14	-211
<b>Debiteurensaldo</b>	<b>325</b>	<b>114</b>

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

Om het leegstandsrisico te beperken streeft het fonds ernaar om zoveel mogelijk huurovereenkomsten met een (middel) lange looptijd af te sluiten. Om de kans te verkleinen dat huurders gedurende de huurperiode niet in staat zijn aan hun verplichtingen te voldoen met mogelijk leegstand tot gevolg, wordt de solvabiliteit van potentiële huurders beoordeeld, voordat het huurcontract wordt aangegaan. Daarnaast wordt de goede staat van het vastgoed gewaarborgd door adequaat onderhoud uit te voeren en hiermee het leegstandsrisico te verkleinen. Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 is de bezettingsgraad binnen de directe vastgoedportefeuille toegenomen van 73,8% naar 82,2%. Dit werd mede veroorzaakt door de verhuur aan HBC. Daarnaast is de omvang van de direct vastgoedportefeuille in omvang gereduceerd. De gevoeligheidsanalyse ten aanzien van het leegstandsrisico toont aan dat een mutatie van 10% in het leegstandsrisico een impact van €1,0 miljoen tot gevolg heeft.

### Valutarisico

Valutakoersen kunnen de waarde van beleggingen in effecten beïnvloeden, voor over deze niet in euro's luiden. Bij het Fonds komt dit alleen voor bij bepaalde beleggingen in liquide vastgoedaandelen. Een nadere specificatie van de gerealiseerde en ongerealiseerde valutaresultaten is in het directieverslag en in de winst- en verliesrekening opgenomen. Op 31 december 2017 was €64 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden, zijnde het Verenigd Koninkrijk, Zweden en Zwitserland. Per 31 december 2016 bedroeg dit €77 miljoen belegd in vastgoedaandelen in niet-eurolanden,

Het Fonds belegt maximaal 25% van haar beursgenoteerd vastgoedaandelen in het Verenigd Koninkrijk en beperkt hiermee de exposure naar het Britse pond. De exposure naar andere Europese valuta is niet specifiek gelimiteerd, maar wel indirect doordat het Fonds een benchmark volgt die alleen in de grootste en meest liquide Europese vastgoedaandelen belegt, waardoor de exposure naar individuele valuta beperkt is. In het afgelopen halfjaar werd valutablootstelling niet gehedged. De exposure bedroeg daarmee 13% in GBP tegenover ,13% in SKR en 7% in CHF en bleef daarmee enigszins in lijn met de voorgaande periode.

### Renterisico

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

Het Fonds heeft geen externe financiering anders dan het rekening-courantkredietfaciliteit van maximaal €25 miljoen waarvan per 31 december 2017 voor €20,7 miljoen gebruik is gemaakt. De rentevergoeding bij gebruik name van het krediet bedraagt de gemiddelde éénmaands Euribor plus 100 basispunten. Indien van de faciliteit geen gebruik wordt gemaakt bedraagt de vergoeding 0,1% facility fee en €10.000 per kwartaal aan commitment fee. Vanwege de relatief lage kredietfaciliteit ten opzichte van het totale vermogen is het renterisico op vreemd vermogen zeer beperkt.



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

### Liquiditeitsrisico

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

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

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

Het liquiditeitsrisico wordt beheerst door het beheren van financieringsbronnen en het aanhouden van voldoende liquide activa die als dekking voor onvoorziene omstandigheden kunnen worden gebruikt. Het Fonds bewaakt de liquiditeitspositie door middel van opvolgende liquiditeitsbegrotingen met als doel het garanderen dat het Fonds voldoende liquide middelen aanhoudt om te allen tijde aan de huidige en toekomstige verplichtingen te kunnen voldoen. Alle liquide middelen staan ter vrije beschikking aan het Fonds. Zo belegt het Fonds een deel van haar vermogen in Beursgenoteerde Vastgoedaandelen die op korte termijn liquide kunnen worden gemaakt. Hiermee kan de portefeuille onder normale omstandigheden binnen 3 dagen deze aandelen liquide maken. Tevens beschikt het Fonds over een rekening courantkrediet van €25 miljoen om tijdelijke liquiditeitsbehoeften op te vangen.

Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met markt-liquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.

## Strategie risico

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

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

Fonds en de geldende limieten van het mandaat voldoende spreiding binnen de portefeuille getracht aan te brengen. Per 31 december 2017 betrof de verdeling 41,6% winkelpanden ten opzichte van 4,5% in kantoorpanden ten aanzien van de direct vastgoedportefeuille.

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

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

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

Per 31 december kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 55% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 35% respectievelijk 10% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 31 december 2016 52% terwijl deze voor beursgenoteerd vastgoed 40% en het restant 8% betrof.

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

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

Besloten is om in het tweede halfjaar van 2017 de benchmark te wijzigen. Dit komt doordat de MSCI/IPD Nederland een te brede index is en daardoor niet goed aansluit bij de wegen die worden gehanteerd binnen het Fonds. Om die reden zal in het vervolg gebruik worden gemaakt van een strategie gewogen MSCI/IPD Nederland.

## Operationele risico's

Operationeel risico betreft het risico dat fouten niet tijdig opgemerkt worden maar ook zaken als fraude door het falen of tekortschieten van interne processen, menselijke en technische tekortkomingen en onverwachte externe gebeurtenissen. Voorbeelden van operationele risico's zijn onder meer uitbestedingsrisico's, IT risico's, integriteitsrisico's en juridische risico's. Deze risico's zijn vastgelegd in het risico management raamwerk. Daarnaast is risicobeheer binnen de gehele organisatie van de AIFM doorgevoerd op alle niveaus als onderdeel van de processen. Deze processen zijn vastgelegd en de controles worden periodiek getoetst door de externe accountant. Om de twee jaar wordt een ISAE 3402 Type II respectievelijk ISAE 3000 rapport afgelegd en getoetst. Bij de laatste verklaringen werden geen materiële bevindingen aangetroffen door de externe accountant.

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

### **Bewaarnemingsrisico**

Het Fonds heeft BNP Paribas Security Services S.C.A. benoemd tot custodian van de beleggingen. Zij is in het kader van deze functie belast met de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille van het Fonds. Het Fonds loopt het risico de in bewaring gegeven activa te verliezen als gevolg van nalatigheid van de custodian of frauduleuze handelingen van de custodian. Het risico omtrent het bewaarnemingsrisico wordt zoveel mogelijk gemitigeerd door middel van een driemaandelijks overleg met de custodian ten aanzien van de naleving van de bepalingen uit het contract. Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

### **Financiële verslaggevingsrisico**

Het financiële verslaggevingsrisico heeft betrekking op het risico dat door onjuiste rapportages een onjuiste weergave van de financiële situatie van het Fonds wordt gepresenteerd. De kwaliteit van de financiële verslaglegging wordt gewaarborgd doordat dit is uitbesteed aan Caceis. Maandelijks vindt overleg plaats met deze dienstverlener om de prestaties en naleving van het contract te bespreken. Tussen 31 december 2016 en 31 december 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan. De kwaliteit van de financiële rapportages wordt gewaarborgd door middel van periodieke interne en externe audits. Daarnaast liggen er procedures vast en zijn interne controles gewaarborgd.

### **Compliance risico's**

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

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

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

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

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

# Overige gegevens

## Statutaire regeling resultaatbestemming

Artikel 19 van de statuten bepaalt:

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

## Controleverklaring van de accountant

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

### Verklaring over de in het jaarverslag opgenomen jaarrekening 2017

#### Ons oordeel

Wij hebben de jaarrekening 2017 van ASR Property Fund N.V. te Utrecht gecontroleerd.

Naar ons oordeel geeft de in dit jaarverslag opgenomen jaarrekening een getrouw beeld van de grootte en de samenstelling van het vermogen van ASR Property Fund N.V. op 31 december 2017 en van het resultaat over 2017 in overeenstemming met Titel 9 Boek 2 van het in Nederland geldende Burgerlijke Wetboek (BW).

De jaarrekening bestaat uit:

- de balans per 31 december 2017;
- de winst-en-verliesrekening over 2017;
- 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 jaarverslag opgenomen andere informatie

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

- de kerncijfers;
- het jaarverslag;
- risico's;
- bijlagen;
- 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 is vereist.

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

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

## Beschrijving van verantwoordelijkheden voor de jaarrekening

### Verantwoordelijkheden van de directie voor de jaarrekening

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

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

### Onze verantwoordelijkheden voor de controle van de jaarrekening

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

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

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

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

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

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

Den Haag, 29 maart 2018

Ernst & Young Accountants LLP

w.g. M.J. Knijnenburg RA

# Bijlage 1: Fiscale aspecten

Hieronder volgt slechts een summiere 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. Vooralsnog heeft de wijziging van de status geen directe gevolgen voor het huidige belang van de zittende aandeelhouders. Voor de toekomst kan dit betekenen dat wijzigingen in het aandeelhoudersbelang in de heffing van overdrachtsbelasting wordt betrokken.

## Dividendbelasting

In verband met uit te keren dividend

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

### In verband met te ontvangen dividenden

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

## De Certificaathouders

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



## Bijlage 2: Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2017

### Kantoren direct vastgoed

Plaats	Straat
Hilversum	Ceintuurbaan
Utrecht	Euclideslaan

### Winkels direct vastgoed

Plaats	Straat
Amersfoort	Utrechtsestraat
Bergen op Zoom	Stationsstraat
Bergen Op Zoom	Zuivelstraat
Doetinchem	Boliestraat
Dordrecht	Sarisingang
Etten-Leur	Burchtplein
Etten-Leur	Hof van den Houte (2X)
Groningen	Dierenriemstraat
Leeuwarden	Wirdumerdijk
Oosterhout NB	Arendstraat
Oss	Fabrieksstraat
Rotterdam	Lijnbaan (8X)
Venlo	Lomstraat
Waalwijk	De Els

### Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen 31-12-2017

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang in het onderliggende fonds
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	82.871	6,2%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	27.025	11,2%
Nederland	CBRE Dutch Residential Fund	54.981	3,5%
		<b>164.877</b>	
		<b>164.877</b>	
<b>Totaal niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen</b>		<b>164.877</b>	

## Bijlage 3: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2017

Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 31 december 2017			
Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang
<b>Belgie</b>	Cofinimmo	2.085	
		<b>2.085</b>	<b>1,06%</b>
<b>Duitsland</b>	Deutsche Euroshop	2.883	
	Deutsche Wohnen	15.656	
	Leg Immobilien	11.845	
	Tag Immobilien	1.901	
	Vonovia	20.305	
		<b>52.590</b>	<b>26,73%</b>
<b>Frankrijk</b>	Fonciere des Regions	8.116	
	Gecina	8.003	
	Icade	6.661	
	Klepierre	12.466	
	Mercialys SA	749	
	Unibail-Rodamco	18.060	
		<b>54.055</b>	<b>27,48%</b>
<b>Nederland</b>	Eurocommercial Prop	3.130	
	Wereldhave	1.760	
		<b>4.890</b>	<b>2,49%</b>
<b>Oostenrijk</b>	Buwog	6.727	
	CA-Immob.-Anlagen	2.547	
		<b>9.274</b>	<b>4,71%</b>
<b>Spanje</b>	Inmobiliaria Colonial	3.562	
	Merlin Properties	5.763	
		<b>9.325</b>	<b>4,74%</b>
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	British Land Co	4.510	
	Cap Count PTY	1.927	
	Derwent London PLC	1.700	
	Great Portland Estates	2.632	
	Hammerson	2.164	
	Land Securities Group	5.826	
	Lon & Stam PTY	324	
	Segro	4.629	
	Shaftesbury	1.623	
		<b>25.334</b>	<b>12,88%</b>
<b>Zweden</b>	AB Hufvudstaten	2.406	
	Castellum	7.010	
	Fabege	2.898	
	Fastighets Balder	3.135	
	Hemfosa Fastigheter	1.900	
	Kungsleden AB	1.876	
	Wallenstam	2.568	
	Wihlborg Fastigheter	3.066	
		<b>24.860</b>	<b>12,64%</b>
<b>Zwitserland</b>	Mobimo Holding Namen	1.900	
	PSP Swiss Property	4.735	
	Swiss Prime	7.668	
		<b>14.303</b>	<b>7,27%</b>
<b>Totaal beleggingen vastgoedaandelen</b>		<b>196.716</b>	<b>100%</b>

# Colofon

© 2018

**Tekst**

a.s.r. real estate

**Ontwerp**

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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

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