

ASR Property Fund N.V.

Halfjaarbericht 2017

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

ASR Property Fund N.V.

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

Telefoon: +31 30 257 98 61

www.asrvastgoedvermogensbeheer.nl


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

ASR Property Fund N.V.

Halfjaarbericht 2017

Inhoudsopgave

Kerncijfers	4
Halfjaarbericht	6
Risico's	18
Portefeuilleontwikkeling	32
Resultaatontwikkeling	38
Financiële resultaten eerste halfjaar 2017	45
Balans	46
Winst- en verliesrekening	47
Kasstroomoverzicht	48
Toelichting	49
Toelichting op de balans	49
Toelichting op de winst- en verliesrekening	54
Bijlage 1	
Portefeuille niet-beursgenoteerd direct vastgoed	57
Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	57
Bijlage 2	
Portefeuille beursgenoteerd vastgoed	58

Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat

(in %)	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Fondsresultaat		
Direct resultaat	2,5%	2,0%
Indirect resultaat	1,5%	-1,0%
Fondskosten	-0,3%	-0,3%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%
Totaal fondsresultaat	3,7%	0,7%
Rendement per aandeel		
Uitgekeerd dividend	2,8%	3,3%
Uitgekeerd agio	0,0%	0,0%
Koersrendement	0,9%	-2,6%
Totaal rendement per aandeel	3,7%	0,7%
Koersverloop (bedragen in euro's)		
Koers begin periode	33,42	34,34
Fondsresultaat	1,24	0,23
Uitgekeerd agio	0,00	0,00
Uitgekeerd dividend	-0,95	-1,13
Koers einde periode	33,71	33,44

Resultaat per beleggingscategorie

(in %)	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
<i>Direct vastgoed</i>		
Bruto huuropbrengsten	3,1%	2,6%
Exploitatiekosten	-0,6%	-1,6%
Indirect resultaat	0,2%	-1,4%
Overige baten & lasten	0,1%	0,1%
Totaal direct vastgoed	2,8%	-0,2%
<i>Vastgoedfondsen</i>		
Dividend vastgoedfondsen	2,4%	2,1%
Indirect resultaat	1,8%	1,2%
Totaal vastgoedfondsen	4,2%	3,3%
Totaal niet-beursgenoteerd vastgoed	3,4%	0,8%
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend	2,9%	2,8%
Indirect resultaat	2,6%	-1,6%
Totaal beursgenoteerd vastgoed	5,5%	1,2%

Kerncijfers

Portefeuilleresultaat in bedragen

	30-06-2017	31-12-2016
Netto vermogenswaarde fonds	533.187	528.496
Niet-beursgenoteerd vastgoed	333.605	278.584
Beursgenoteerd vastgoed	182.811	213.007
Overige activa	19.520	39.709
Totaal activa fonds	535.936	531.300

Kernresultaten

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Bruto huuropbrengsten	5.401	4.948
Exploitatiekosten	-983	-2.967
Dividend vastgoedfondsen	3.128	1.698
Direct resultaat	7.546	3.679
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.799	-906
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-63	-662
Overige baten & lasten	87	216
Totaal-niet beursgenoteerd vastgoed	10.369	2.327
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend vastgoedaandelen	5.711	6.708
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	5.135	-3.861
Overige koers- en valutaresultaten	-16	-68
Totaal beursgenoteerd vastgoed	10.830	2.779
Fondskosten		
Beheerfee	-1.139	-1.283
Administratieve kosten	-130	-130
Overige kosten	-149	-100
Totaal fondskosten	-1.418	-1.513
Financieringskosten (netto)	-46	-30
Fondsresultaat na belastingen	19.734	3.563

Halfjaarbericht

De directie biedt hierbij haar halfjaarbericht aan voor het halfjaar dat geëindigd is op 30 juni 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 meest recente beleggingsbeleidsplan van het Fonds is dit vertaald in een doelstelling van een rendement (IRR) van 4% – 6% over meerdere jaren.

Terugblik en aandachtsgebieden 2017

In het eerste halfjaar heeft de beleggingsmix van het Fonds een positief resultaat van 3,7% na fondskosten behaald die verder in dit halfjaarbericht wordt toegelicht. Gedurende de eerste helft van 2017 heeft het Fonds haar overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed afgebouwd. Medio 2017 bestond het Fonds voor 62,2% uit niet-beursgenoteerd vastgoed, 34,1% uit beursgenoteerd vastgoed en 3,7% uit liquiditeiten. In juni 2017 heeft het Fonds de jaarlijkse dividenduitkeringen aan haar certificaathouders gedaan, het dividendrendement bedroeg 2,7%.

Over het eerste halfjaar behaalde de totale niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille een rendement van 3,4%. Bestaande uit een rendement van 4,2% voor de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en 2,8% voor de direct vastgoedportefeuille. De ingezette transitie van direct vastgoedinvestering naar niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen heeft geleid tot een kwalitatief betere vastgoedportefeuille met bijpassende rendementen.

De portefeuille beursgenoteerde vastgoedaandelen van het Fonds sloot het eerste halfjaar, ondanks onzekere geo-politieke vooruitzichten aan het begin van het jaar af met een positief resultaat van 5,5%. De benchmark van de beursgenoteerde portefeuille behaalde een resultaat van 5,1%. Het Fonds begon het jaar met een overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed. Eind Q1 en Q2 2017 is de overwogen positie van beursgenoteerd vastgoed afgebouwd naar een neutrale positie. Het Fonds handhaaft de strategie zoals beschreven op pagina 7.

In tegenstelling tot de twee voorgaande jaren hebben er binnen de niet-beursgenoteerde portefeuille geen significante faillissementen plaatsgevonden. Kijkshop en de Blokker Holding kondigden echter wel aan een aantal filialen en/of formules af te stoten, vooralsnog hebben deze maatregelen nauwelijks impact gehad op het Fonds.

Sinds 2015 is een gedeelte van de direct vastgoedinvesteringen van het Fonds omgezet in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Hiermee kan het Fonds participeren in portefeuilles in de meest stabiele en aantrekkelijke vastgoedmarkten met een grotere spreiding dan het Fonds met haar eigen middelen zou kunnen bewerkstelligen. Gedurende 2017 is het Fonds actief verder gegaan met de transitie van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille.

Halfjaarbericht

Per 3 april 2017 is het Fonds voor €50,1 miljoen participant in het niet-beursgenoteerde woningfonds CBRE Dutch Residential Fund ('CBRE DRES'). CBRE DRES beschikt over een woningportefeuille van ruim €1,2 miljard met een overwogen allocatie naar de Randstad. De participatie in CBRE DRES past uitstekend binnen het meest recente beleggingsbeleidsplan en de bijhorende transitie van het niet-beursgenoteerde segment van de portefeuille. CBRE DRES heeft sinds toetreding een rendement behaald van 2,9% voor fondskosten. Om de investering in CBRE DRES te financieren is een gedeelte van de beursgenoteerd vastgoedportefeuille verkocht.

Afgelopen juni heeft het Fonds een overeenstemming kunnen bereiken met het niet-beursgenoteerde woningfonds ASR Dutch Core Residential Fund ('ASR DCRF') om in 2019 toe te treden.

In het lopende jaar zal het fondsteam het goedgekeurde beleggingsbeleidsplan 2017 – 2019 verder implementeren in het Fonds. Hierbij worden beleggingsmogelijkheden in niet-beursgenoteerde beleggingsfondsen verder onderzocht, tevens zal de mogelijkheid om Europees niet-beursgenoteerd vastgoed toe te voegen aan de huidige portefeuille worden onderzocht.

In het kader van de veranderende portefeuille van het Fonds zijn er in de afgelopen jaren meerdere mogelijkheden onderzocht voor een passende benchmark en concrete voorstellen zijn in het directieoverleg van het Fonds besproken. In het eerste halfjaar is er door de directie een nieuw benchmarkvoorstel goedgekeurd en heeft dit voorstel eveneens een positief advies ontvangen van de Raad van Advies. De nieuwe benchmark zal per 1 juli 2017 worden doorgevoerd in de rapportage van het Fonds.

De benchmark is net als de huidige benchmark opgebouwd uit twee delen. Voor het beursgenoteerde vastgoed zullen er geen wijzigingen plaatsvinden. Voor het niet-beursgenoteerde vastgoed van de portefeuille zal een nieuwe benchmark worden gehanteerd die net als de huidige benchmark afkomstig is van MSCI/IPD Nederland waarbij de samenstelling van de sectoren beter aansluit bij de strategie van het Fonds.

In de huidige benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed worden de rendement van alle vastgoedsectoren in Nederland meegenomen. In de nieuwe benchmark voor niet-beursgenoteerd vastgoed worden uitsluitend de rendementen van de vastgoedsectoren conform het strategisch plan van het Fonds meegenomen.

De Raad van Advies kwam in het eerste halfjaar tweemaal bijeen, de directie kwam driemaal bijeen, onder andere de volgende onderwerpen werden behandeld tijdens de vergaderingen:

- Jaarverslag 2016
- Beleggingsbeleidsplan 2017 – 2019
- Toekomstscenario's
- (Des-)investeringsvoorstellen
- Dividendvoorstel 2017
- ASR Dutch Core Residential Fund
- CBRE Dutch Residential Fund
- Benchmark
- Uittreding werknemerspensioen

Halfjaarbericht

Strategie van het Fonds

Conform het beleggingsbeleidsplan, streeft het Fonds ernaar om 65% (met in achtneming van een bandbreedte van 50%-80%) van alle activa te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% (met in achtneming 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. Particuliere beleggers kunnen enkel beleggen in het Fonds via polissen van a.s.r.

Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen en direct vastgoed geven de stabiliteit die de beleggingscategorie vastgoed kenmerkt doordat de waarderingen niet worden beïnvloed door de 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 benchmark bestaande uit de MSCI IPD index voor niet-beursgenoteerd vastgoed en de EPRA (liquid 40) index voor beursgenoteerd vastgoed. De benchmark voor beursgenoteerde vastgoedaandelen is sinds januari 2013 als volgt samengesteld:

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

Deze benchmark had in de eerste helft van 2017 dezelfde strategische verdeling als de portefeuille (65% niet-beursgenoteerd vastgoed en 35% vastgoedaandelen). In het kader van de veranderende niet-beursgenoteerde portefeuille en gezien de beperkte mogelijkheden om de samenstelling van de portefeuille in de richting van de benchmark te brengen wordt per 1 juli 2017 een nieuwe benchmark 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 (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. In de eerste helft van 2017 werd geen gebruik gemaakt van deze faciliteit.

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

Structuur van het Fonds

Het Fonds heeft geen personeel in dienst. a.s.r. vastgoed vermogensbeheer is aangesteld als manager van het Fonds. Het beheer van beursgenoteerde vastgoedaandelen heeft a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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.

Halfjaarbericht

Manager

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

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

AIFMD-rapportage – Fondsrestricties

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

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

Gedurende de eerste helft van 2017 voldeed het Fonds aan deze restricties.

Bewaarder

Onder de vergunning van de AIFMD is a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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.

Governance

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

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

Halfjaarbericht

In het kader van AIFMD is voor het Fonds een Raad van Advies aangesteld. Deze Raad van Advies is ingesteld door de directie van het Fonds en heeft per deze datum de volgende drie leden:

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

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

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

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

Duurzaamheid

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

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

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

Halfjaarbericht

Daarnaast streeft a.s.r. vastgoed vermogensbeheer naar tevreden en duurzaam inzetbare medewerkers die zich bewust zijn van hun eigen rol in en hun bijdrage aan maatschappelijk verantwoord ondernemen. Het Fonds committeert zich aan deze visie.

Niet-beursgenoteerd vastgoed

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

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

Beursgenoteerd vastgoed

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

Waardering van direct vastgoed

De manager participeert met het vastgoed van het Fonds in de MSCI IPD index, zowel aan 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 (desktop taxaties). Voorts wordt per drie jaar gewisseld van taxateurs. Hiermee wordt de visie van externe experts op de portefeuille regelmatig ververst. Door dit institutionele kader kan het Fonds met voldoende vertrouwen stellen dat de waarde van haar portefeuille marktconform is vastgesteld.

Marktontwikkelingen

Economische ontwikkelingen

De Nederlandse economie heeft zich in het eerste halfjaar van 2017 sterk ontwikkeld. Op basis van de meest recente cijfers is het bruto binnenlands product in Q1 2017 met 3,2% gegroeid ten opzichte van een jaar eerder (CBS, 2017). Inmiddels is er al 12 kwartalen op rij sprake van economische groei en is het groeipercentage het hoogste sinds 2008. De groei wordt steeds breder gedragen: ten opzichte van een jaar eerder was sprake van meer uitvoer, meer investeringen en meer consumptie. De Nederlandse economie laat daardoor een stevig en krachtig beeld zien. Voor heel 2017 wordt een gemiddelde economische groei verwacht van 2,2% (Consensus Forecast, 2017). Ook in Europa is het economische beeld positief. Ook hier geldt dat de groei breed wordt gedragen door investeringen, consumentenbestedingen en im- en export. De Eurozone kende in Q1 2017 een groei van 1,9% op jaarbasis en voor heel 2017 wordt een groei verwacht van 1,8%.

Het positieve sentiment blijkt ook uit de vertrouwensindicatoren: Nederlandse consumenten hebben het hoogste vertrouwen in 16 jaar tijd en het vertrouwen onder producenten is gestegen tot het hoogste niveau in ruim 9 jaar. Sinds het eerste kwartaal van 2016 is het vertrouwen van de

Halfjaarbericht

consumenten vijf kwartalen op rij gestegen en heeft deze in juni 2017 een relatief hoog niveau bereikt (+23). Consumenten hebben een hoog vertrouwen in het economisch klimaat (+44), daarnaast groeit de koopbereidheid (+10) (CBS, 2017). De verwachting is dat het komend halfjaar het vertrouwen stabiel blijft of licht verbetert.

Op de arbeidsmarkt is eveneens een duidelijke verbetering zichtbaar. In het 1e kwartaal van 2017 zijn er 56.000 nieuwe banen bijgekomen. De werkloosheid daalde verder tot onder een half miljoen werklozen naar 456.000 personen in mei, ofwel 5,1% van de beroepsbevolking (ILO-definitie). Daarmee behoort Nederland binnen Europa tot de landen met de laagste werkloosheid. In de Eurozone bedroeg eind mei de werkloosheid 9,3%. Voor heel 2017 wordt verwacht dat door de sterke economie, de werkloosheid in Nederland gelijk blijft of licht gaat dalen. Het aantal vacatures neemt toe. In het eerste kwartaal van 2017 bedroeg het aantal vacatures 173.400, een stijging van 23% ten opzichte van de 140.800 in het eerste kwartaal van 2016 (CBS, 2017).

De gemiddelde inflatie (CPI) in Nederland is in het eerste kwartaal van 2017 toegenomen tot 1,5% op jaarbasis. Daarmee is de inflatie ten opzichte van 2016 toegenomen. De Nederlandse inflatie vertoont een vergelijkbaar beeld met die van de Eurozone: in mei 2017 1,8% voor de Eurozone tegenover 1,6% in Nederland (jaarlijks HICP, Eurostat). Voor heel 2017 wordt een vergelijkbare inflatie verwacht (Consensus Forecast, juni 2017).

Nederlandse vastgoedbeleggingsmarkt

Investerings in Nederlands direct vastgoed bedroegen €6,9 miljard in het eerste halfjaar van 2017, dit is een stijging van 37% ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder. Met name op de kantorenmarkt vonden de grootste transacties plaats. De Nederlandse vastgoedmarkt lijkt (nog steeds) in het vizier van buitenlandse beleggers te zijn. Aziatische beleggers vonden in H1 2017 veelal de weg naar Nederlands vastgoed met een aandeel van 16% van de totale investeringen in het eerste halfjaar (PropertyNL, 2017).

Nederlandse winkelruimtemarkt

De winkelruimtemarkt heeft in het eerste halfjaar van 2017 een positieve ontwikkeling doorgemaakt. De omzetgroei in de detailhandel was de grootste van de afgelopen 10 jaar: in het eerste kwartaal van 2017 is de omzet ruim 4,8% toegenomen ten opzichte van dezelfde periode een jaar eerder (CBS, 2017). De stijging wordt verklaard door verbeterde economische omstandigheden, afnemende werkloosheid en meer dynamiek op de woningmarkt. Naast door reguliere prijsstijgingen is de omzet ook hoger door toegenomen volumes. Winkeliers verkochten 2,9% meer dan in het eerste kwartaal van vorig jaar. Dit geldt met name voor de non-foodsector en internetwinkels (CBS, 2017). Ook de consument besteedt weer meer in de detailhandel. Er is al drie jaar sprake van een toename van de bestedingen. Op basis van het meest recente cijfer, dat van Q1 2017, is de consumptie met 1% toegenomen. De toename in bestedingen is het directe gevolg van verbeterde consumentenvertrouwen. Het vertrouwen ligt ruim boven het gemiddelde van afgelopen 20 jaar (CBS, 2017).

Binnen de sector non-food besteden consumenten meer aan kleding (+6,4%) en - door de aantrekkende woningmarkt - aan doe-het-zelf producten (+10,8%). Winkels in voedingsmiddelen zagen hun omzet met ruim 3% toenemen. Met name supermarkten deden goede zaken, maar ook speciaalzaken kenden een toename in de omzet. De opkomst van online supers (bv Picnic) hebben nog een beperkt marktaandeel, maar nemen geleidelijk toe.

Het aantal verkopen via internetwinkels is in het eerste kwartaal gegroeid met 15% ten opzichte van hetzelfde kwartaal een jaar eerder. De sterke groei blijft aanhouden.

Het aantal faillissementen in de detailhandel is in het eerste halfjaar van 2017 afgevlakt tot ongeveer 100 per kwartaal. De daling neemt niet weg dat enkele grote winkelformules, zoals Hema en Blokker, kampen met moeilijkheden.

Het aantal leegstaande winkelpanden is in het eerste halfjaar van 2017 verder afgenomen. Leegstand (in m²) is afgenomen van 7,8% eind 2016 tot 6,5% aan het einde van het tweede kwartaal. De afname is toe te schrijven aan onttrekkingen aan de markt door sloop, maar met name aan herbestemmingen van winkelvastgoed naar andere functies (zoals woningen).

Halfjaarbericht

Ondanks de verbeteringen op de winkelruimtemarkt is er nog een sterke tweedeling tussen primaire en secundaire locaties. De verhouding tussen vraag en aanbod naar winkelmeters is niet overal hetzelfde. Voor deze gemeenten (met name perifeer gelegen in krimpgebieden) ligt een uitdaging om met een concreet plan de binnenstad weer vitaal te maken. Niet elke gemeente kiest hierbij voor een succesvolle aanpak, waardoor op enkele locaties de leegstand blijft toenemen, ondanks de landelijke afname.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

De kantorenmarkt in Nederland ondergaat zichtbaar een sterk herstel, maar is nog steeds sprake van een onevenwichtige markt. Een duidelijke trend is dat de hoeveelheid leegstaande kantoorruimte sinds begin 2014 geleidelijk afneemt, met name in de Central Business Districts (CBD's) van de grote steden en in bepaalde grote regionale centra. Medio 2017 stond ongeveer 6,75 miljoen m² van de Nederlandse kantoorruimte leeg, wat neerkomt op 13,6% van de voorraad. In vergelijking met eind 2016 is de leegstand met 0,3% gedaald. Drie jaar geleden was de leegstand meer dan 15% (CBRE, 2017).

Als gevolg van een goed presterende economie neemt de vraag naar kantoorruimte toe, hoewel dat nog niet direct resulteert in een verbeterde aanbod-opnameratio's.

Op de toplocaties daalt het aanbod met rasse schreden, maar op secundaire locaties is sprake van overaanbod. Vergeleken met een jaar geleden is het beschikbare aanbod in Nederland met circa 150.000 m² gedaald, wat gelijk staat aan een afname van 2%. Meer dan 55% van de Nederlandse marktdynamiek vindt in de vier grote steden plaats. Amsterdam alleen al is verantwoordelijk voor 35% van het nationale opnamevolume.

In het eerste halfjaar van 2017 is er een significante stijging in het opnamevolume van Nederlandse kantoorruimtes, namelijk 12% ten opzichte van de eerste helft van 2016 (CBRE, 2017). In totaal is er in het eerste halfjaar 460.000 m² opgenomen.

Net als in de voorgaande jaren vindt in 2017 een netto onttrekking van de kantoorruimtevoorraad door transformatie plaats. Het volume van de getransformeerde kantoren is echter aanzienlijk gedaald ten opzichte van de afgelopen jaren. In de eerste helft van 2017 is ongeveer 205.000 m² van de kantoorvoorraad getransformeerd, dat is 39,5% lager dan in dezelfde periode vorig jaar (Dynamis, 2017). De verklaring voor deze daling is dat er minder kantoren geschikt zijn voor transformatie. De verwachting is dat het toekomstige transformatievolume nog verder zal dalen. Het is duidelijk dat de objecten met het grootste potentieel al gerenoveerd zijn. De overige te transformeren kantoorgebouwen liggen meer op secundaire en tertiaire locaties en vragen dus om een regionale aanpak voor het aantrekkelijk maken van gebieden voor andere functies dan werken.

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, dreigt er wel een tekort te ontstaan van hoogwaardig kantoorruimteaanbod op de toplocaties. Op de Amsterdamse Zuidas liggen de hoogste huren rond de €405 per m², waar deze medio 2016 nog rond de €355 per m² lagen (CBRE, 2017). Ook de aanvangsrendementen liggen onder druk, de scherpste aanvangsrendementen op de Zuidas liggen rond de 4% en in de rest van de G4 rond de 5,3%, waar deze medio 2016 nog respectievelijk 4,4% en 5,75% bedroegen. Investerings in de sector stegen bijna 33% in de eerste helft van 2017 ten opzichte van de eerste helft van 2016 en groeiden naar ruim €2,5 miljard (CBRE, 2017).

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. Deze nieuwbouw kan tevens bijdragen aan een verdere verduurzaming van de kantoorvoorraad, 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 wier 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).

Halfjaarbericht

Nederlandse woningmarkt

In het eerste halfjaar van 2017 heeft de woningmarkt de ingezette versnelling in 2016 gecontinueerd. De stijging van de huizenprijzen was in het eerste kwartaal van 2017 al 6,8% op jaarbasis en de groei zette zich de volgende maanden verder voort. Op basis van de meest recente cijfers bedroeg de prijsstijging in mei 2017 maar liefst 7,8% (CBS, 2017). Dat is de grootste prijsstijging na maart 2002. In de eerste vijf maanden van 2017 is er sprake van een hoge dynamiek op de woningmarkt: meer dan 92.500 woningen werden er verkocht. Dit is ongeveer 25% meer dan hetzelfde kwartaal een jaar geleden.

Sinds juni 2013 is sprake van een stijgende trend in huizenprijzen, met een versnelling in het afgelopen jaar. Ten opzichte van de piek in augustus 2008 is het prijsniveau (€257.000) nog maar 7,6% lager en ten opzichte van het dal in juni 2013 zijn de prijzen gemiddeld 17,7% hoger (CBS, 2017). Regionaal gezien zijn er nog 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 Randstad en vooral Amsterdam (15,6%) en Utrecht (12,5%) verschilt sterk van de meeste Nederlandse perifere gemeenten waar prijzen stegen met 2% tot 5% (CBS, 2017).

Voor de huurwoningmarkt is eveneens een stijgende trend waarneembaar. In het eerste kwartaal van 2017 bedroeg de mediane huurprijs per m² €9,21 voor professioneel beheerde niet gemeubileerde woonruimte. Ten opzichte van een jaar eerder ligt de huurprijs per m² circa 4,4% hoger (NVM, 2017). De vraag naar woningen blijft hoog door de extreem lage rentetarieven voor hypotheek (1,6 tot 2,6%, 10 jaar NHG in juni 2017), het consumentenvertrouwen en de krapte in het aanbod van woningen. Daarnaast blijft de nieuwbouwproductie (huur en koop) nog altijd achter bij de vraag in de regio's met een krappe woningmarkt. Het aantal te koop aangeboden woningen is met 33% gedaald sinds het eerste kwartaal van 2016 (NVM, 2017). De afname is het grootste voor appartementen: het aantal te koop staande appartementen is bijna gehalveerd ten opzichte van een jaar geleden.

Voor de huurwoningmarkt geldt eveneens dat het aanbod achterblijft bij de vraag. Met name in het middensegment, €700-€1.000 per maand, zijn er onvoldoende woningen beschikbaar.

Nederland is onderhevig aan demografische verandering; het bevolkingsaantal neemt toe, het aantal huishoudens blijft stijgen en de gemiddelde huishoudensgrootte daalt al geruime tijd.

Deze veranderingen zorgen, tezamen met het relatief lage aantal gebouwde woningen voor een blijvend tekort aan woningen. In 2016 lag het aantal afgegeven nieuwbouwvergunningen op circa 15.850, ten opzichte van 2015 een daling van 10%. Slechts 30% van het aantal vergunning betreft een bouwvergunning voor huurwoningen. Opvallend is dat ondanks de toegenomen vraag nog onvoldoende plannen voor huurwoningen worden gerealiseerd. Dit is ook een van de redenen dat de overheid met de nodige maatregelen is gekomen om de investeringen in de huurwoningmarkt te stimuleren.

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 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 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

Halfjaarbericht

gevreemd voor een overwinning van populistische partijen in Nederland en Frankrijk. De Nederlandse verkiezingen in maart waren de eerste Europese verkiezingen van het jaar. Ondanks dat de peilingen sterk in het voordeel waren van de PVV was deze van relatief kleine impact op de Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen, evenals de verkiezingswinst van de VVD. Mondiale beleggers keken echter wel nauwlettend naar de Franse presidentsverkiezingen. In de periode tot aan de Franse verkiezingen maakten voornamelijk Franse beursgenoteerde vastgoedaandelen negatieve koersontwikkelingen door. In april 2017 won presidentskandidaat Emmanuel Macron de eerste verkiezingsronde in Frankrijk. In mei 2017 werd Macron in de tweede verkiezingsronde eveneens winnaar, ten faveure van de rechtse Marine Le Pen (The Guardian, Financial Times, 2017). De financiële markten, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed reageerden 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. Het motief achter de versnelde verkiezingen was een versterkt mandaat verkrijgen voor de Brexit-onderhandelingen. Dit versterkte mandaat zou mogelijk zijn door een ruime meerderheid in het Britse parlement te behalen (BBC, 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 gewenste ruime meerderheid in het Britse parlement, dus een versterkt mandaat, werd in eerste instantie niet behaald door de partij van premier May. De uitslagen van de Europese verkiezingen zorgden tezamen met publicaties van Europese beursgenoteerde vastgoedpartijen voor een positief sentiment en resultaat in het eerste halfjaar.

Vooruitzichten 2017

Economische vooruitzichten

- Zowel de Europese als de Nederlandse economie is afgelopen halfjaar sterk verbeterd. De politieke onrust omtrent de verkiezingen in onder andere Nederland en Frankrijk is na de verkiezingsuitslag getemperd. In Nederland zijn eind juni de formatiegesprekken nog volop in gang en is het nog wachten op de uiteindelijke kabinetsformatie. Vooralsnog lijkt het er op dat er een breed kabinet kan worden gevormd. Ook vanuit sociaal opzicht is Europa in het afgelopen halfjaar de rust wedergekeerd. De migrantencrisis lijkt te zijn bezworen en er wordt gewerkt aan een economisch sterker Europa.
- Voor Nederland zijn de sterk verbeterde indicatoren een goed fundament voor de korte en middellange termijn. De arbeidsmarkt is sterk verbeterd: het aantal banen is toegenomen, werkloosheid is op het laagste niveau in 5 jaar en het aantal vacatures is sterk toegenomen. Voor de rest van 2017 wordt een positief economisch beeld verwacht. Voor heel 2017 wordt in Nederland een economische groei verwacht van 2,2% en in de Eurozone een groei van 1,8% (Consensus Forecast, 2017).
- Inflatie is sterk toegenomen tot 1,5% en komt daarmee in de buurt van de ECB-doelstelling (2%). Voor heel 2017 wordt zowel voor Nederland als voor de Eurozone 1,6% inflatie verwacht (Consensus Forecast, 2017).

Nederlandse winkelruimtemarkt

- De bestedingen in de non-food sector nemen sinds lange tijd weer toe. Deze winkels, waaronder kledingwinkels, zien voor de rest van het jaar een positieve ontwikkeling van de omzetten tegemoet. Food heeft een stabiele periode van omzetgroei achter de rug en de verwachting is dat dit de rest van 2017 zo doorgaat. Primaire winkellocaties en supermarkten zijn en blijven een sterke anchor.

Halfjaarbericht

- De tweedeling in de markt blijft bestaan. De mismatch tussen vraag en aanbod van winkelmeters is in sommige perifere gebieden nog enorm. Leegstaande winkels op de secundaire locaties blijven lastig te verhuren. Voor enkele locaties is herontwikkeling naar andere functies een logische keuze.
- Internetverkoop is niet meer weg te denken uit het winkellandschap, omzetgroei blijft toenemen en is met name in de winkelgebieden met een lage belevingsfactor een serieuze bedreiging.
- Op de beleggingsmarkt blijven primaire winkellocaties, met name in de G4, sterke interesse houden van (buitenlandse) investeerders. De aanvangsrendementen op deze locaties zullen in 2017 geleidelijk dalen.

Nederlandse kantoorruimtemarkt

- Dankzij economische groei is de verwachting dat over heel 2017 sprake zal zijn van een goed opnamejaar en de vraag naar kantoorruimte zal blijven toenemen. Om aan deze vraag te voldoen zal geïnvesteerd moeten worden in hoogwaardige kantoorruimte nabij OV-knooppunten, door middel van nieuwbouw of renovaties.
- Aan de aanbodzijde is het dan ook de verwachting dat deze in de loop van het jaar zal blijven dalen. Dit zal voornamelijk worden veroorzaakt door de stijgende opnamecijfers en in mindere mate door onttrekkingen aan de markt door transformaties.
- De leegstand van kantoren op secundaire locaties behouden de komende jaren een structureel karakter. Op de primaire locaties en met name de multimodaal ontsloten locaties neemt leegstand in rap tempo af. Daar is op sommige locaties het aanbod beperkt om te kunnen voldoen aan de vraag. De aanvangsrendementen blijven kantorenmarkt breed naar verwachting stabiel, maar op primaire locaties in de G4 wordt een verscherping verwacht.

Nederlandse woningmarkt

- Het positieve economische klimaat in combinatie met de historisch (zeer) lage hypotheekrente is meer dan positief voor de prijzen op de Nederlandse woningmarkt. De prijsstijging in mei 2017 was met 7,8% op jaarbasis de hoogste stijging sinds 2002. In de komende kwartalen worden eveneens sterke groeicijfers verwacht.
- Het totale aantal transacties zal ook op een hoog niveau blijven en wellicht is er sprake van kleine toename. In aantrekkelijke gemeenten is het aantal transacties al te verminderd door gebrek aan te koop staande woningen.
- Er is nog steeds een grootte hoeveelheid aan (buitenlands) kapitaal beschikbaar om te investeren in Nederlandse woningen. Het gebrek aan product en grote beleggingsportefeuilles maakt het moeilijk om daadwerkelijk het beschikbare kapitaal te beleggen.
- De vraag van beleggers naar nieuwbouw woningen is de afgelopen periode groot geweest, terwijl de productie (in vergunningen) beduidend achter blijft. Op de goede locaties in de beter presterende woningmarkten, zoals Amsterdam en Utrecht, is de vraag dermate hoog, dat projecten tegen zeer scherpe aanvangsrendementen worden gekocht. Als gevolg van de aanhoudende interesse van beleggers uit binnen- en buitenland, is het de verwachting dat in de komende kwartalen de aanvangsrendementen scherper worden.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

- Europa (en de rest van de wereld) bevindt zich momenteel nog steeds in een laag renteklimaat. Dit pakt vooralsnog goed uit voor Europees beursgenoteerd vastgoed, vanwege het relatief hoge dividendrendement.
- Fundamenteel gezien is de Europese beursgenoteerde vastgoedsector momenteel relatief gezond. Rendementsgroei zal voornamelijk voortkomen uit huurstijgingen en in mindere mate uit waardeverhogingen van panden.
- 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.

Halfjaarbericht

- Het mogelijk afbouwen 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.
- Het eventueel afbouwen van de balanspositie door de Amerikaanse Fed (of uitspraken hierover) kan eveneens een negatief effect hebben op Europees beursgenoteerd vastgoed. Indien de Fed haar in het verleden opgekochte obligaties op de markt brengt, kan dit zorgen voor hogere marktrentes. Hogere marktrentes kunnen ten koste gaan van de kapitaalstromen richting Europees beursgenoteerd vastgoed.
- 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 naar verwachting uitsluitend richten op kwalitatief en fundamenteel aantrekkelijke beursgenoteerde vastgoedfondsen.
- Onzekerheid over het doorvoeren van hervormingen in de Verenigde Staten kan haar weerslag hebben op de mondiale financiële markten, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed.
- Het sentiment voor Europees beursgenoteerd vastgoed lijkt te worden gedomineerd door 'generalisten' die hun (overwogen) posities in Europees beursgenoteerd vastgoed lijken te herijken ten faveure of ten koste van meer cyclische aandelen. Het is mogelijk dat deze trend stand kan houden gedurende 2017, waardoor Europees beursgenoteerd vastgoed minder kan presteren dan andere beursgenoteerde sectoren.

Halfjaarbericht

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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer 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.

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. vastgoed vermogensbeheer

De eindverantwoordelijkheid voor risicomanagementtaken binnen a.s.r. vastgoed vermogensbeheer ligt bij de Chief Finance & Risk Officer (CFRO). Het portefeuillebeheer door a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer.
- 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.

Halfjaarbericht

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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer de juiste afwegingen maakt tussen risico en rendement voor een optimale waarde creatie.
- 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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer en de fondsen, rekening houdend met de doelstellingen van het Fonds (effectiviteit, efficiency en economie).
- Kwaliteitsverbeteringen van de besturing van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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.

Halfjaarbericht

Governance

Binnen a.s.r. vastgoed vermogensbeheer zijn er de volgende risico- en beleggingscomité's ingericht. De in deze paragraaf beschreven governance van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer werkt parallel aan de governance van het Fonds zoals beschreven op pagina 9.

Overleg	Frequentie/doelstelling	Onderwerpen	Deelnemers
Management Team			
MT a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	1 x 2 weken	Operationele zaken	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPv, P&O adviseur[1]
Strategisch MT a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	1 x 3 maanden	Strategische doelstellingen monitoren (businessplan)	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPv, P&O adviseur.[2]
Beleggings- en Risico Comité			
Beleggingscomité a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	1 x 2 weken	Investerings- en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Fiscale Zaken, Compliance, Secretaris
Investeringscomité a.s.r. vastgoed vermogensbeheer	1 x maand	Investerings- en verkopen, managementrapportages, liquiditeitsprognoses, sturingsoverzicht, capital gains, HIR, risicomanagement	Lid Hoofddirectie, CEO, CFRO, Secretaris, Directeur beleggingen a.s.r., Senior medewerker ERM
Strategisch Beleggingscomité	1 x kwartaal	IRR-eis, beleggingsplannen, beleidsmatige zaken (zoals duurzaamheidsbeleid) Monitoren beleggingsplannen/ portefeuilleplannen en kader stellen voor beleggingsplannen en mandaten.	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Fiscale Zaken, Compliance, Hoofd Research, Secretaris
Risk Comité	1 x kwartaal	Monitoren van risk rapportages zoals NFR en CRSA acties, compliance rapportages, JZ rapportages en sturingsoverzicht in het kader van beleggingsrestricties, riskmanagement, monitoring audits en incidentenrapportages	CEO, MD's Businesslines, CFRO, Hoofd KPv, Compliance, Secretaris, Operationeel Risicobeheer (ERM), Auditmanager, Business Risk manager a.s.r. vastgoed vermogensbeheer.
Centraal Beleggings Comité	1 x maand	Aankopen, investeringen en verkopen; Verslagen beleggingscomités / Rapportage beleggingen maandrapportage FIB a.s.r. vastgoed vermogensbeheer.	Lid RvB, Secretaris, Directeur Finance & Risk, Directeur Vastgoed, Directeur Group Risk Management, Directeur Group Asset Management

Halfjaarbericht

Risicobeheer

CRSA

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

Eventuele beleidsaanpassingen op basis van de bevindingen tijdens de jaarlijkse CRSA worden verwerkt in het risicomangementbeleid van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer en aan de directie van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer.

NFR Dashboard

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

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

In het NFR Dashboard staat op bovenstaande risico's de risk appetite van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer aangegeven. Het NFR Dashboard wordt elk kwartaal ingevuld in relatie tot de risk appetite van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer in samenwerking met juridische zaken, de compliance officer en het hoofd Kwaliteitsmanagement & Procesbeheersing van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer. 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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer 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 lijst wordt elk kwartaal in het RC besproken en indien noodzakelijk worden mitigerende maatregelen genomen.

Halfjaarbericht

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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer wordt voor risicobeheersing het 'Three Lines of Defence' model gehanteerd. Het management van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer is verantwoordelijk voor een deugdelijke werking van de genormeerde externe en interne beheersingprocedures. Om de onafhankelijkheid te waarborgen zijn de risicomanager- en compliancefunctionarissen in de tweede beheerslijn verantwoordelijk om de vigerende wet- en regelgeving voor het a.s.r. vastgoed vermogensbeheer-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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer 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.

Halfjaarbericht

Toezielhouders

a.s.r. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer 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. vastgoed vermogensbeheer beschikt over een Compliance Officer.

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

Halfjaarbericht

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

Interne Audit

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

Verklaring van de manager

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

Risicofactoren

Inleiding

ASR VV (AIFM) noemt de volgende risicofactoren in volgorde van relevantie en materialiteit voor het behalen van de doelstellingen van het Fonds. Deze risicofactoren kunnen in meerdere of mindere mate de waarde en het rendement van de certificaten zowel negatief als positief beïnvloeden. Voor een volledig overzicht van alle risico's die door de AIFM voor het Fonds zijn geïdentificeerd dient het prospectus van het Fonds te worden geraadpleegd en ook wordt de Aandeelhouder en certificaathouders aangeraden bij hun eigen adviseur advies in te winnen omtrent alle aspecten met betrekking tot het houden van aandelen of certificaten in het Fonds.

De AIFM heeft de volgende hoofdindeling gemaakt voor het identificeren van de risico's: financieel, operationeel. Financiële risico's zijn de risico's die een rechtstreekse negatieve werking kunnen hebben op de waardeontwikkeling of uit te keren opbrengst van een belegging in het Fonds. De hoofddoelstelling van het Fonds is een stabiel inkomen te genereren voor haar aandeelhouder en haar certificaathouders. Tevens streeft het Fonds ernaar waardevast te beleggen met een geaccepteerd risico op waardedaling ten opzichte van de gelegenheid te profiteren van een waardestijging. Beide doelstellingen dienen te worden bereikt door actief asset management. Tevens dienen de kosten beheerst te worden om te een zo goed mogelijk rendement te bewerkstelligen.

Strategierisico's zijn de risico's die een negatieve invloed kunnen hebben op de uitvoering van de fondsstrategie zoals beschreven in het beleggingsbeleidsplan. Operationele risico's zijn de risico's die een negatieve invloed kunnen hebben voor het realiseren van de fondsdoelstellingen door het ondermaats presteren van het fund management team of de asset- of property manager die is aangesteld op de te beheren portefeuille en het te beheren vastgoed.

Halfjaarbericht

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 dalen. Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen naar vastgoedsector gespreid en streeft het Fonds te beleggen in strategische steden. Als gevolg van beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed loopt het Fonds marktrisico. De waarde van niet-beursgenoteerd vastgoed is doorgaans minder volatiel dan beursgenoteerd vastgoed. Op 30 juni 2017 is €334 miljoen belegd in niet-beursgenoteerd vastgoed (31 december 2016: €279 miljoen).

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 vastgoedportefeuille 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 niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen

Naast de direct vastgoedportefeuille wordt eveneens belegd in niet ter beurze verhandelde fondsen. De niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen worden gespreid middels ASR DPRF (winkels), ASR DMOF (kantoren) en CBRE DRES (woningen). De portefeuille beperkt zich hiermee tot de Nederlandse vastgoedmarkt. Gedurende de afgelopen zes maanden hebben zich geen significante macro-economische incidenten voorgedaan die de waarde van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen significant hebben beïnvloed.

Halfjaarbericht

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

(bedragen in € x 1.000)		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	5%	-16.680	16.680
Waardemutatie niet-beursgenoteerd vastgoed van	10%	-33.360	33.360

Marktrisico beursgenoteerd vastgoed

Marktrisico ten aanzien van beursgenoteerd vastgoed betreft de impact op de waarde van de onderliggende portefeuille als gevolg van veranderingen op financiële markten. De aandelenkoersen van de beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen op de beurzen dalen. Door voldoende spreiding binnen de portefeuille aan te brengen is het mogelijk om een deel van het bedrijfsspecifieke risico weg te diversifiëren, waardoor vooral blootstelling aan marktrisico overblijft. Binnen het Fonds wordt gestreefd naar een optimale beleggingsmix met betrekking tot regio, sector en individuele belegging om risico te mitigeren. Op 30 juni 2017 bedroeg het aandeel in Beursgenoteerd Vastgoed €183 miljoen terwijl per 31 december 2016 €213 miljoen belegd was in beursgenoteerde vastgoedaandelen.

Marktrisico (sensitiviteitsanalyse)

(bedragen in € x 1.000)		Daling (effect in euro's)	Stijging (effect in euro's)
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	5%	-9.141	9.141
Waardemutatie beursgenoteerd vastgoed van	10%	-18.281	18.281

Het Fonds zoekt naar een beleggingsmix die het risico vermindert. Hiervoor worden de beleggingen zowel naar vastgoedsector als naar Europese regio gespreid.

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 halfjaarbericht en in de winst- en verliesrekening opgenomen.

Debiteurenrisico direct vastgoedportefeuille

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 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

Halfjaarbericht

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

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	31-12-2016
Verstrekte leningen en overige vorderingen	2.196	5.263

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

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	31-12-2016
0 - 30 dagen	66	28
31 - 60 dagen	32	5
61 - 180 dagen	96	38
181 - 365 dagen	66	138
> 365 dagen	189	115
	449	325
Voorziening dubieuze debiteuren	-302	-211
DEBITEURENSALDO	147	114

Het debiteurenrisico is gerelateerd aan de bezettingsgraad van het verhuurder 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 30 juni 2017 is de bezettingsgraad binnen de direct vastgoedportefeuille toegenomen van 73,8% naar 80,6%. Dit werd mede veroorzaakt door de verhuur aan HBC. De gevoeligheidsanalyse ten aanzien van het leegstandsrisico toont aan dat een mutatie van 10% in het leegstandsrisico een impact van €1,4 miljoen tot gevolg heeft.

Valutarisico beursgenoteerd vastgoed

Valutakoersen kunnen de waarde van beleggingen in effecten beïnvloeden, voor over deze niet in euro's luiden. Bij het Fonds komt dit alleen voor bij bepaalde beleggingen in liquide vastgoedaandelen. Een nadere specificatie van de gerealiseerde en ongerealiseerde valutaresultaten is in het directieverslag en in de winst- en verliesrekening opgenomen. Op 30 juni 2017 was €63 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 8% in CHF en bleef daarmee enigszins in lijn met de voorgaande periode.

Halfjaarbericht

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. 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. Aangezien de afgelopen zes maanden geen gebruik is gemaakt van de faciliteit, 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. Inflatierisico 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 waarderingsmethodiek binnen het Fonds om de contante waarde van kasstromen te berekenen (DCF) en de Gross Initial Yield. Inflatierisico 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 onaantoonbare 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 tijdsschaal voor het realiseren van liquide waarde van activa.

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

Halfjaarbericht

Tussen 31 december 2016 en 30 juni 2017 heeft het Fonds nauwelijks te kampen gehad met marktliquiditeitsrisico en financierings-liquiditeitsrisico.

Strategierisico

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

Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd vastgoed. Het richt zich hierbij op de groei van haar Netto Vermogenswaarde op de lange termijn, waarbij het belang van de certificaathouders centraal staat (totaalrendement). Het Fonds streeft er momenteel naar, conform het beleggingsbeleidsplan, om 65% (met inachtneming van een bandbreedte van 50% - 80%) van alle activa te beleggen in direct vastgoed inclusief niet-beursgenoteerde vastgoedaandelen en 35% (met inachtneming van een bandbreedte van 20% - 50%) in beursgenoteerde vastgoedaandelen. Binnen de direct vastgoedportefeuille vindt spreiding plaats naar winkel- 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 directe portefeuille liggen bij winkelpanden. Het beleggingsbeleid hierin is gericht op spreiding ten aanzien van locatie, type beleggingsobject, solvabiliteit van de huurders en expiratedata van huurcontracten. Hierdoor wordt binnen het Fonds en de geldende limieten van het mandaat voldoende spreiding binnen de portefeuille getracht aan te brengen. Per 30 juni 2017 betrof de verdeling 36,5% winkelpanden ten opzichte van 15,8% in kantoorpanden ten aanzien van de direct vastgoedportefeuille.

Binnen de beursgenoteerde portefeuille 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. De AIFM maakt een risico-rendementsanalyse op basis van de strategie van het Fonds en de samenstelling van de vastgoedaandelenindex. AXA baseert zijn keuze vervolgens mede hierop bij de selectie van individuele aandelen. Om het risico voortvloeiende uit deze uitbesteding te mitigeren wordt de performance van AXA regelmatig beoordeeld door na te gaan in hoeverre de aandelenselectie heeft bijgedragen aan de outperformance van het Fonds ten opzichte van de benchmark aan de hand van geleverde performancerapportages.

Strategierisico kan onder meer ontstaan wanneer een strategie te beperkt anticipeert op bedreigingen en kansen in de markt of wanneer er onvoldoende middelen ter beschikking zijn om de strategie effectief uit te voeren. Het Fonds mitigeert dit risico door elk jaar een driejarig beleidsplan op te stellen waarin de kansen en bedreigingen in de markt geanalyseerd worden en het beleid daarop kan worden aangepast.

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.

Halfjaarbericht

Per 30 juni kwam de omvang van het niet-beursgenoteerde vastgoed uit op 62% van de portefeuille, terwijl het beursgenoteerde vastgoed en de overige categorie 34% respectievelijk 4% betrof. De omvang van niet-beursgenoteerd vastgoed binnen het Fonds was per 30 juni 2017 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 strategierisico 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 wegingen 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. 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 bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille van het Fonds. Het Fonds loopt het risico de in bewaarneming 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 30 juni 2017 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Halfjaarbericht

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 30 juni 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 regelingsrisico 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 is een compliance officer aangesteld, in verband met de verschillende buitenlandse beleggingen die het Fonds in haar portefeuille heeft en waar door zij onderworpen is 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. kent een screening voor alle nieuwe medewerkers. De screening bestaat uit een interne en een externe toetsing. Voor medewerkers die een integriteitsgevoelige functie gaan vervullen geldt een aanvullende screening. Alleen als de medewerker de screening met goed gevolg heeft doorlopen mag de medewerker worden aangenomen.

Halfjaarbericht

Portefeuilleontwikkeling

De beleggingen van het Fonds bestonden 30 juni 2017 uit 62% niet-beursgenoteerd vastgoed, 34% beursgenoteerd vastgoed en 4% liquiditeiten en overige activa. Inclusief toewijzing van liquiditeiten was de verdeling van de beleggingen 66% niet-beursgenoteerd vastgoed en 34% beursgenoteerd vastgoed. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

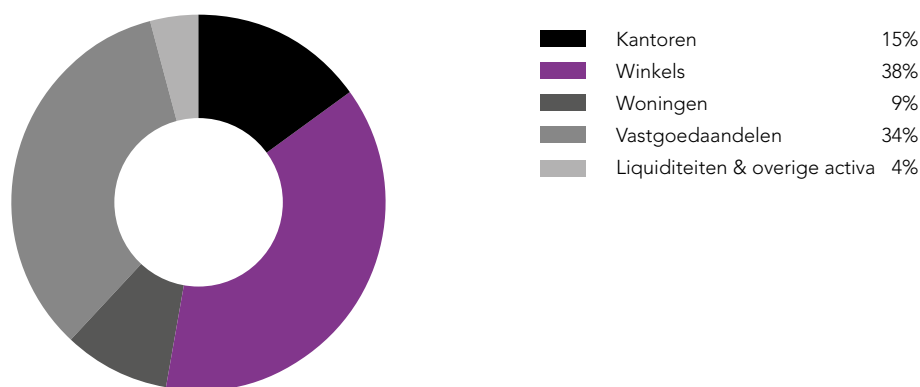
(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	%	30-06-2016	%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	333.605	62%	278.584	52%
Beursgenoteerd vastgoed	182.811	34%	213.007	40%
Overige activa	19.520	4%	39.709	8%
Totaal	535.936	100%	531.300	100%

De totale activa van het Fonds stegen in het eerste halfjaar 2017 met €4,6 miljoen tot €535,9 miljoen. De beleggingen in niet-beursgenoteerd stegen met €55 miljoen tot €333,6 miljoen door €50,9 miljoen aan aankopen, een positief waarderingsresultaat van €2,8 miljoen, €0,3 miljoen aan investeringen en €1 miljoen aan geactiveerde verhuurkortingen.

Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, nam af met €30,2 miljoen tot €182,8 miljoen. Deze daling werd veroorzaakt door per saldo een verkoop van vastgoedaandelen van €35,3 miljoen en een positief waarderingsresultaat van €5,1 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds per 30 juni 2017 inclusief segmentatie van het niet-beursgenoteerd vastgoed, zag er als volgt uit:

Figuur 1 Fonds verdeeld naar activa per 30-06-2017



Het Fonds heeft in het eerste halfjaar 2017 één grote uitgaande kasstroom gehad, zijnde een dividenduitkering in mei voor €15 miljoen. Dit betrof de uitkering van het direct resultaat over 2016.

Halfjaarbericht

Portefeuilleontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed bestaan volledig uit Nederlands vastgoed en worden onderverdeeld in de categorieën 'direct vastgoed' en deelnemingen in 'niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen'. Direct vastgoed betreft vastgoed dat het Fonds zelf volledig in bezit heeft. Bij deelnemingen in vastgoedfondsen heeft het Fonds, naast de belangen in ASR DPRF en ASR DMOF, per 3 april 2017 kunnen committeren voor een bedrag van €50,1 miljoen aan CBRE DRES waarmee een grotere spreiding in verschillende vastgoedsegmenten gerealiseerd is. Een overzicht van de opbouw van de beleggingen per 30 juni 2017 is te vinden in dit halfjaarbericht op pagina 57 (bijlage 1).

Onderstaand worden kerncijfers van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille weergegeven:

	30-06-2017	31-12-2016
WINKELS		
Direct vastgoed		
Aantal objecten	28	28
Aantal huurcontracten	64	69
Netto verhuuroppervlak m ²	49.655	49.655
Markthuur / Contractuur	97%	106%
Bezettingsgraad	84%	75%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		
ASR Dutch Prime Retail Fund (€)	81,7	80,6
ASR Dutch Prime Retail Fund (% belang)	6,2	6,2
KANTOREN		
Direct vastgoed		
Aantal objecten	3	3
Aantal huurcontracten	11	11
Netto verhuuroppervlak m ²	21.082	21.120
Markthuur / Contractuur	100%	99%
Bezettingsgraad	73%	72%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		
ASR Dutch Mobility Office Fund (€)	26,5	26,3
ASR Dutch Mobility Office Fund (% belang)	11,2	14,3
WONINGEN		
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen		
CBRE Dutch Residential Fund (€)	51,2	
CBRE Dutch Residential Fund (% belang)	3,8	

Halfjaarbericht

Niet-beursgenoteerd vastgoed naar categorie

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	%	31-12-2016	%
Direct vastgoed	174.276	52%	171.664	62%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	159.329	48%	106.920	38%
Totaal	333.605	100%	278.584	100%

De beleggingen in niet-beursgenoteerd vastgoed namen in het eerste halfjaar 2017 toe met €55 miljoen tot €333,6 miljoen, met name door de participatie in CBRE DRES.

Direct vastgoed

Het verloop van het direct vastgoed was als volgt:

	30-06-2017	31-12-2016
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	171.664	206.631
Aankopen	860	0
Investeringen	268	672
Verhuurkortingen	1.007	-1.499
Verkopen	63	-38.910
Waarderingsresultaten	414	4.770
Totaal	174.276	171.664

In het eerste halfjaar 2017 heeft er 1 aankoop plaatsgevonden van €0,9 mln, dit betreft een uitbreiding van het kantoorpand aan de Amstelveenseweg te Amsterdam. Er hebben in het eerste halfjaar geen verkopen plaatsgevonden.

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

Direct vastgoed naar segment

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	%	31-12-2016	%
Kantorenportefeuille	52.730	30%	50.365	29%
Winkelportefeuille	121.546	70%	121.299	71%
Totaal	174.276	100%	171.664	100%

Huurders direct vastgoed

Binnen de kantoren- en winkelportefeuille maken de 10 grootste huurders 68% van de omvang van de huurcontracten uit. Dit hoge percentage is een direct gevolg van de strategie om binnen de categorie niet-beursgenoteerd vastgoed de beleggingen in direct vastgoed (deels) te verkopen ten gunste van beleggingen in vastgoedfondsen. Het Fonds heeft slecht nog 75 huurcontracten in direct vastgoed, waarbij twee huurders (DLA Piper & HBC) 36% voor haar rekening nemen. Hoewel het specifiek risico binnen direct vastgoed gestegen is, is op portefeuilleniveau het specifiek risico gedaald door de beleggingen in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen met een grotere spreiding van huurders.

Halfjaarbericht

Onderstaande tabel met de top 10 huurders betreft alleen de huurders van het direct vastgoed.

Top 10 huurders

	%
Kantoren	
DLA Piper Nederland	19%
HBC Netherlands	17%
Ahold Europe	6%
A.S. Watson Property	6%
Esprit Europe	5%
Ernst & Young Nederland	4%
Bestseller Wholesale Benelux	4%
Jeans Centre	3%
Cracks Monobrand	2%
Koningskinderen	2%
Overige huurders	32%
Totaal	100%

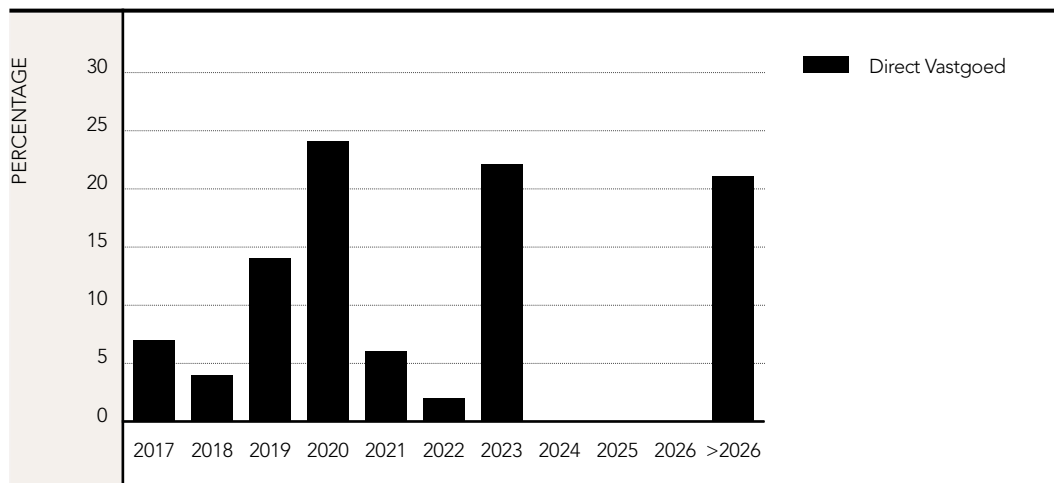
Huurcontracten directe kantorenportefeuille

Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. In het eerste halfjaar van 2017 hebben zich geen significante wijzigingen voorgedaan in het huurdersbestand waardoor de gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten met 6,54 jaar licht is gedaald (2016: 6,83 jaar).

De bezettingsgraad van de winkelportefeuille is per 30 juni 2017 (85%) sterk gestegen ten opzichte van ultimo 2016 (75%) met name als gevolg van de langjarige verhuur van de Utrechtsestraat te Amersfoort aan Hudson's Bay Company (hierna; HBC).

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

Figuur 2 Afloop huurcontracten o.b.v. jaarhuren per 30-06-2017



Halfjaarbericht

Toekomstige minimale huuropbrengsten

De toekomstige minimale huurinkomsten (tot het einde van de huurovereenkomst) voor niet-tussentijds opzegbare huurovereenkomsten kunnen per 30 juni 2017 als volgt worden weergegeven:

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	31-12-2016
Korter dan 1 jaar	10.900	11.460
Langer dan 1 jaar en niet langer dan 5 jaar	27.125	34.630
Langer dan 5 jaar	34.572	36.073
Totaal	72.597	82.163

Investeringsen

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

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

Vastgoedfondsen

Het verloop van de vastgoedfondsen was als volgt:

	30-06-2017	31-12-2016
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	106.920	86.680
Aankopen	50.087	25.000
Investeringsen	0	0
Verkopen	0	0
Waarderingsresultaten	2.322	2.563
Overige mutaties	0	-7.323
Totaal	159.329	106.920

De belegging in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen bestaan uit het ASR DPRF, €80,7 miljoen, het ASR DMOF, €26,2 miljoen en het CBRE DRES, €50,1 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 30 juni 2017 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en nam in het eerste halfjaar van 2017 af met €30,2 miljoen tot €182,8 miljoen. De daling werd veroorzaakt door per saldo €35,3 miljoen verkopen en een positief waarderingsresultaat van €5,1 miljoen. Zie bijlage 2 (pagina 58) 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

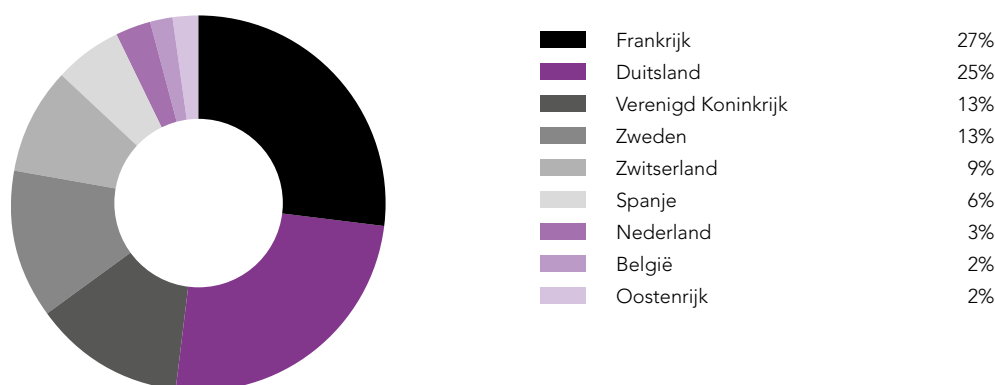
Halfjaarbericht

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	213.007	241.908
Aankopen	12.982	26.129
Verkopen	-48.313	-49.739
Waarderingsresultaten	5.135	-5.291
Stand einde boekjaar	182.811	213.007

Het ontvangen dividend uit vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2017 €5,7 miljoen (2,9%) (eerste halfjaar 2016: €6,7 miljoen (2,8%).

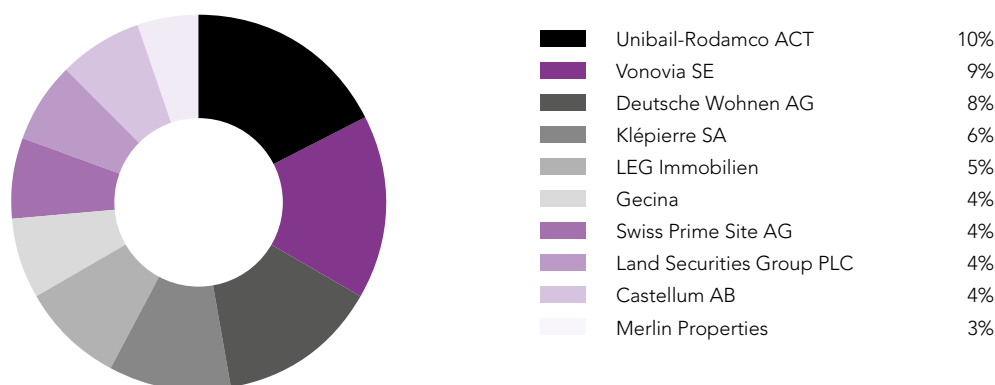
De beleggingen in vastgoedaandelen hadden op 30 juni 2017 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Figuur 3 Geografische spreiding vastgoedaandelen op 30-06-2017



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

Figuur 4 10 grootste beleggingen vastgoedaandelen op 30-06-2017



Halfjaarbericht

Resultaatontwikkeling

De resultaten over het eerste halfjaar van 2017 zijn als volgt samen te vatten:

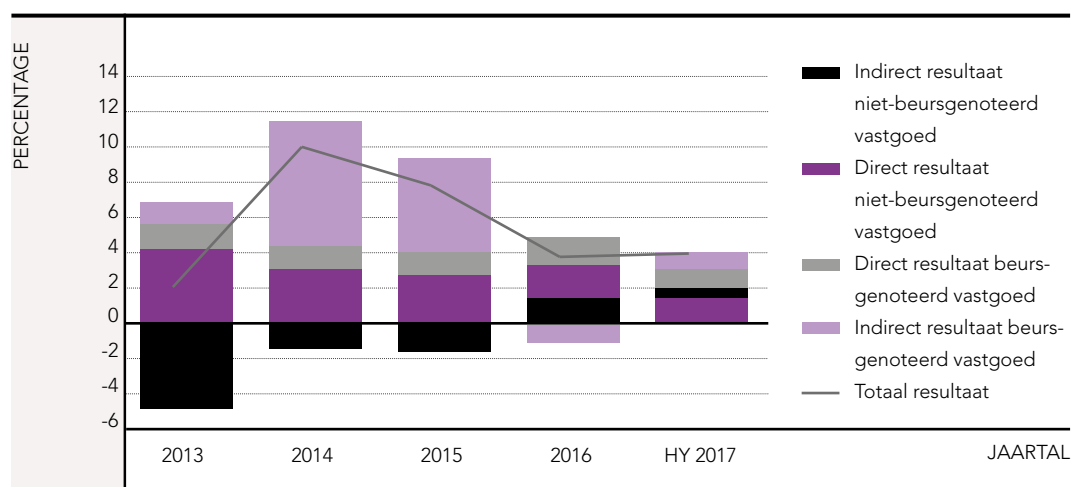
	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Totaal operationeel inkomen	14.327	13.570
Totaal operationeel uitgaven	-2.401	-4.480
Operationeel resultaat	11.926	9.090
Gerealiseerde waarderingsresultaten	10.060	5.840
Financieringsresultaat	-46	-30
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	21.940	14.900
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	-2.206	-11.337
Resultaat na belastingen	19.734	3.563

Het operationeel resultaat steeg in het eerste halfjaar 2017 ten opzichte van het eerste halfjaar van 2016. Dit was onder andere het gevolg van hogere dividend opbrengsten vastgoedfondsen en daling van de exploitatiekosten.

Het Fonds behaalde een positief totaal rendement van 3,7% in het eerste halfjaar van 2017 (eerste halfjaar 2016: 0,7%). Het positieve fondsrendement werd behaald door zowel het directe resultaat van 2,5% (eerste halfjaar 2016: 2,0%), als het indirecte resultaat van 1,5% (eerste halfjaar 2016: 1,0% negatief). De gerealiseerde en ongerealiseerde waardeveranderingen van de beleggingen waren per saldo €7,8 miljoen positief. De directe fondskosten bedroegen 0,3% in eerste halfjaar 2017.

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

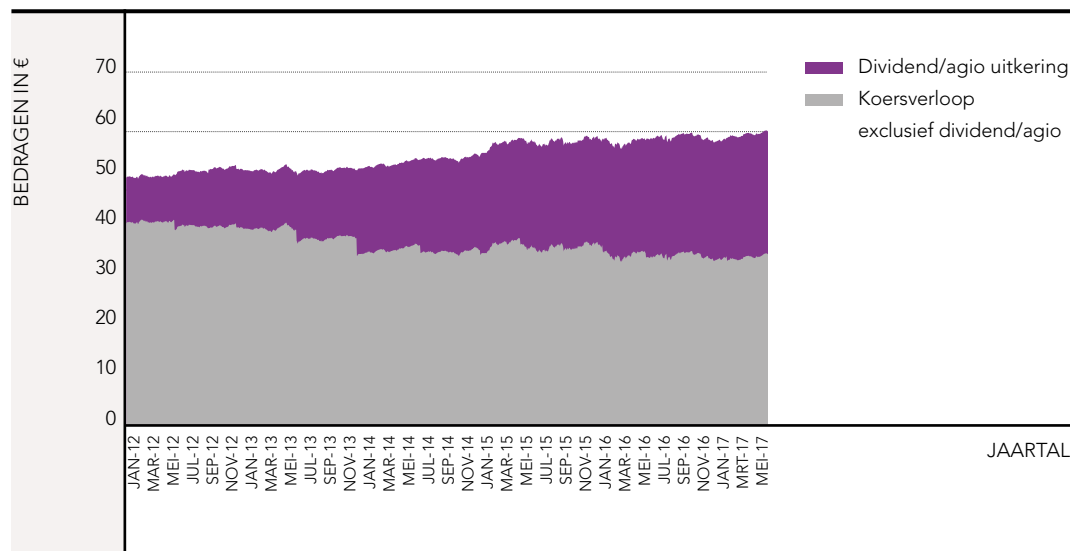
Figuur 5 Niet-beursgenoteerd vastgoed & beursgenoteerd vastgoed, direct en indirect resultaat



Halfjaarbericht

De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 30 juni 2017 €33,71 (2016: €33,42). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2017 een positief resultaat per aandeel van €1,24. Door uitkering van dividend (€0,95) steeg de koers van het Fonds in het eerste halfjaar van 2017 met €0,29. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2012 ziet er als volgt uit:

Figuur 6 Koersontwikkeling 2012 tot en met 30 juni 2017



Resultaatontwikkeling: niet-beursgenoteerd vastgoed

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

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Bruto huuropbrengsten	5.401	4.948
Exploitatiekosten	-983	-2.967
Dividend vastgoedfondsen	3.128	1.698
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.799	-906
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-63	-662
Overige baten & lasten	87	216
Resultaat niet-beursgenoteerd vastgoed	10.369	2.327

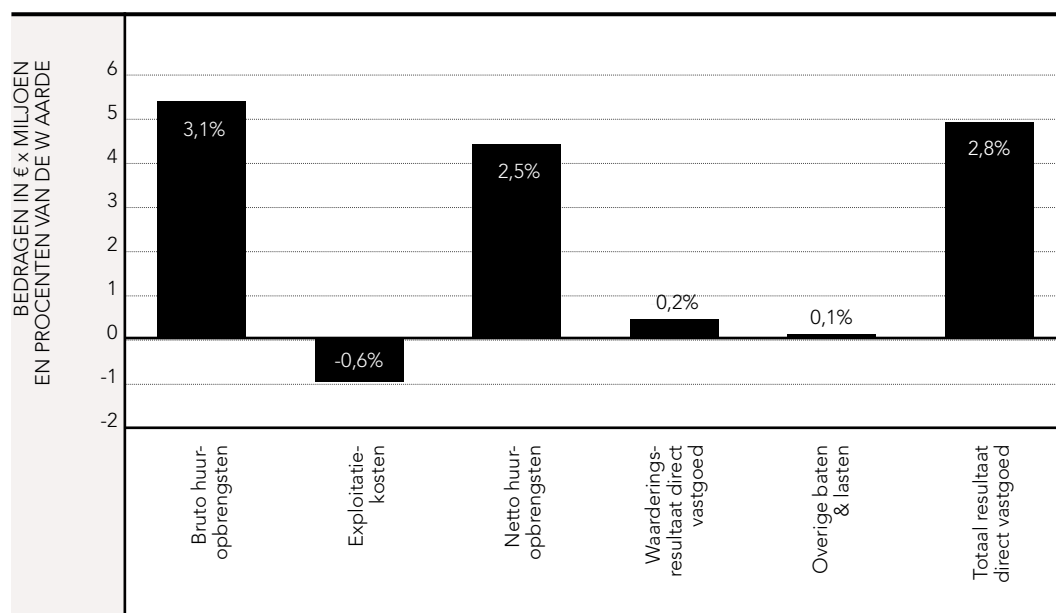
Halfjaarbericht

Direct vastgoed

Resultaatontwikkeling

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

Figuur 7 Direct vastgoed, opbouw resultaat eerste halfjaar 2017



Huuropbrengsten

De bruto huuropbrengsten bedroegen €5,4 miljoen en daarmee 3,1% van de gemiddelde waarde van het directe vastgoed in het eerste halfjaar van 2017 ten opzichte van respectievelijk €4,9 miljoen en 2,6% in het eerste halfjaar van 2016. De stijging van de bruto huuropbrengsten is met name het gevolg van de langjarige verhuur van de Utrechtsestraat te Amersfoort aan HBC.

Exploitatiekosten

De exploitatiekosten over het eerste halfjaar 2017 bedroegen 14% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten en waren hiermee lager dan het eerste halfjaar van 2016 (34%). De daling van de exploitatiekosten wordt met name veroorzaakt door een daling van de onderhoudskosten voor de kantoren portefeuille en doordat in het eerste halfjaar van 2016 een eenmalige voorziening was getroffen als gevolg van het faillissement van V&D.

Waarderingsresultaat

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2017	%	6 maanden t/m 30-06-2016	%
Direct vastgoed				
Kantoren	1.281	2,5%	2.200	3,5%
Winkels	-867	-0,7%	-4.797	-3,7%
Totaal	414	0,2%	-2.597	-1,4%

Het waarderingsresultaat van direct vastgoed voor het eerste halfjaar van 2017 is €0,4 miljoen (eerste halfjaar 2016: €2,6 miljoen negatief).

Halfjaarbericht

De waardeverandering (2,5%) voor de kantorenportefeuille in het eerste halfjaar 2017 wordt met name veroorzaakt door een blijvend vertrouwen in de Amsterdamse kantorenmarkt.

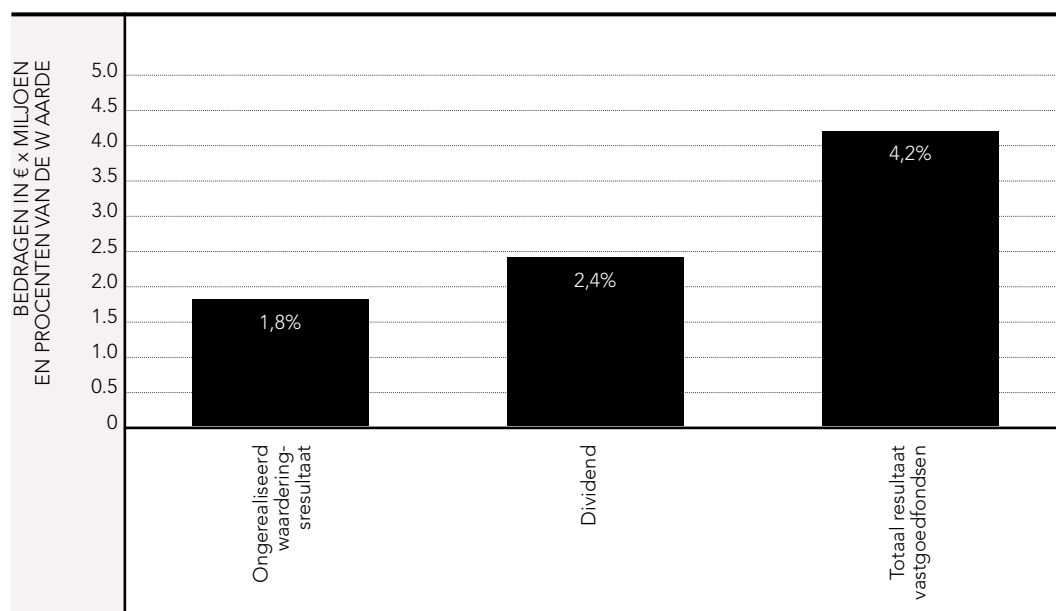
De daling van de taxatiewaarde van de winkelportefeuille van het Fonds (0,7% negatief) is sterk verbeterd ten opzichte van het eerste halfjaar 2016 (-3,7%). Deze verbetering wordt met name veroorzaakt door een waardestijging van de Utrechtsestraat te Amersfoort waarvoor een langjarig contract met HBC is afgesloten

Vastgoedfondsen

Resultaatsontwikkeling

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

Figuur 8 Vastgoedfondsen, opbouw resultaat eerste halfjaar 2017



Waarderingsresultaat

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2017	%	6 maanden t/m 30-06-2016	%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen				
Winkels	1.063	1,3%	1.029	1,2%
Kantoren	194	0,7%		
Woningen	1.065	2,1%		
Totaal	2.322	1,8%	1.029	1,2%

Het waarderingsresultaat van de vastgoedfondsen is €2,3 miljoen (eerste halfjaar 2016: €1,0 miljoen).

Dividend

Het ontvangen dividend over het eerste halfjaar 2017 bedroeg €3,1 miljoen en daarmee 2,4% van de gemiddelde waarde van de deelnemingen in vastgoedfondsen in het eerste halfjaar van 2017.

Halfjaarbericht

Waarderingsresultaat niet-beursgenoteerd vastgoed per segment

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2017	%	6 maanden t/m 30-06-2016	%
Kantoren				
Direct vastgoed	1.281	2,5%	2.200	3,5%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	194	0,7%		
Subtotaal	1.475	1,9%	2.200	3,5%
Winkels				
Direct vastgoed	-867	-0,7%	-4.797	-3,7%
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.063	1,3%	1.029	1,2%
Subtotaal	196	0,1%	-3.768	-1,8%
Woningen				
Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen	1.065	2,1%	0	0,0%
Subtotaal	1.065	2,1%	0	0,0%
TOTAAL	2.736	0,9%	-1.568	-0,6%

Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

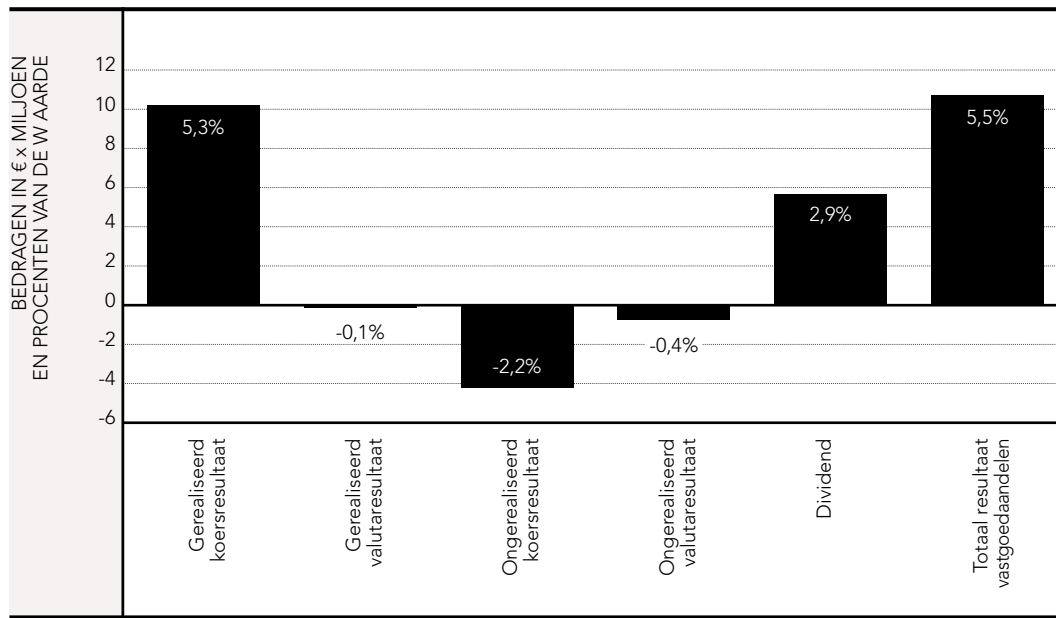
De resultaten van het beursgenoteerd vastgoed over het eerste halfjaar van 2017 zijn als volgt samen te vatten:

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Gerealiseerd koersresultaat	10.343	6.062
Gerealiseerd valutaresultaat	-220	440
Ongerealiseerd koersresultaat	-4.237	-6.329
Ongerealiseerd valutaresultaat	-752	-4.034
Dividend	5.711	6.708
Overige koers- en valutaresultaten	-16	-68
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.830	2.779

Halfjaarbericht

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

Figuur 9 Beursgenoteerd vastgoed, opbouw eerste halfjaar 2017



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2017 €6.1 miljoen (3,1%). In het eerste halfjaar van 2017 is een gedeelte van de portefeuille verkocht om de overwogen positie van beursgenoteerd vastgoed af te bouwen naar een neutrale positie.

Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen in het eerste halfjaar van 2017 was €10,3 miljoen (5,3%).

Het ongerealiseerde waarderingsresultaat bedroeg -€4,3 miljoen (-2,2%).

Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon en Zwitserse frank was -€1,0 miljoen (-0,5%).

Hiervan is -€0,2 miljoen (-0,1%) gerealiseerd en -€0,8 miljoen (-0,4%) ongerealiseerd.

Dividend

Het ontvangen dividend op beursgenoteerde vastgoedaandelen van €5,7 miljoen (2,9%) daalde nominaal in het eerste halfjaar van 2017. Procentueel steeg het dividend licht ten opzichte van het eerste halfjaar 2016 (respectievelijk €6,7 miljoen en 2,8%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden maart, april en mei.

Analyse relatieve performance van het Fonds ¹⁾

Niet-beursgenoteerd vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de IPD Nederland vastgoedindex (alle vergelijkbare objecten). Om tot de performance van de totale beleggingscategorie niet-beursgenoteerd vastgoed te komen, dus inclusief de performance van de niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen (ASR DPRF, ASR DMOF & CBRE DRES), voegt het Fonds de resultaten van het vastgoedfonds samen met de resultaten zoals IPD deze weergeeft. Het Fonds heeft volgens deze methodiek een positief rendement behaald van 3,5% met een direct rendement van 2,6%. De IPD Vastgoedindex behaalde een rendement van 6,1%, met een direct rendement van 2,2%.

Halfjaarbericht

Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille beter dan de benchmark (3,2% versus 2,3%), dit wordt met name veroorzaakt door een beter indirect rendement (0,5% versus -0,2%). De kantorenportefeuille presteerde slechter (3,6% versus 5,7%) dan de benchmark, waar bij het directe rendement wel beter presteerde dan de benchmark (2,8% versus 2,6%). De woningportefeuille (CBRE DRES) presteerde sinds toetreding op 3 april 2017 met een totaal rendement van 3,3% slechter dan de benchmark (3,9%) met name als gevolg van een lager indirect rendement (2,5% versus 2,9%).

Het grootste deel van de afwijking ten opzichte van de benchmark wordt verklaard door de structuur en allocatie naar sectoren van de niet-beursgenoteerd vastgoedportefeuille. De best presterende sector in 2017 was de woningsector met een rendement van (8,0%), die voor zo'n 50% het resultaat van de benchmark bepaald, maar waar het Fonds per 3 april 2017 een aandeel in heeft van ca. 15%. Door deze investering is de samenstelling van de niet-beursgenoteerde vastgoedportefeuille van het Fonds meer in lijn gekomen met de sectorverdeling van benchmark. Met het doorvoeren van de nieuwe benchmark per 1 juli 2017 sluit de sectorverdeling van de benchmark beter aan op de strategie en portefeuille van ASR PF. Op pagina 7 van het halfjaarbericht wordt nader ingegaan op de nieuwe benchmark.

Beursgenoteerd vastgoed

De benchmark van het indirect vastgoed bestaat uit:

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

Het Fonds behaalde op haar beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen in het eerste halfjaar van 2017 0,60% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 5,60%, terwijl de benchmark uitkwam op 5,00%. Dit positieve relatieve resultaat werd veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele bedrijven (stock picking).

Verhouding niet-beursgenoteerd en beursgenoteerd vastgoed

In het eerste halfjaar van 2017 bedroeg de verhouding tussen niet-beursgenoteerd vastgoed en beursgenoteerd respectievelijk 65,9% versus 34,1%. Ten opzichte van de strategische verdeling van 65% niet-beursgenoteerd en 35% beursgenoteerd vastgoed. De lichte onderweging in beursgenoteerd vastgoed droeg -0,02% negatief bij aan de performance over het eerste halfjaar van 2017. In het eerste halfjaar is namelijk de overweging in beursgenoteerd vastgoed afgebouwd om o.a. de investering in CBRE DRES te financieren.

Utrecht, 5 september 2017

ASR Property Fund N.V. De directie,

De heer drs. D. Gort MRE

De heer drs. M.R. Lavooi

1) De methodiek van IPD Nederland wijkt af van boekhoudkundige resultaten. De resultaten zoals door IPD gepresenteerd sluiten derhalve niet aan bij de resultaten zoals gemeld in dit halfjaarbericht, 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 rendementen zoals gemeld in dit halfjaarbericht, maar geven wel een zuivere vergelijking.

Financiële resultaten eerste halfjaar 2017

Balans

voor resultaatbestemming (bedragen in € x 1.000)

		30-06-2017	31-12-2016
	TOELICHTING		
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Niet-beursgenoteerd vastgoed			
- Direct vastgoed	1.1	174.276	171.664
- Vastgoedfondsen	1.1	159.329	106.920
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	182.811	213.007
		516.416	491.591
Vorderingen en overlopende posten			
Debiteuren	2.1	147	114
Te vorderen servicekosten	2.2	319	472
Vorderingen en overlopende activa	2.3	2.287	3.332
Belastingvorderingen	2.4	-557	1.345
		2.196	5.263
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	17.324	34.446
		17.324	34.446
TOTAAL ACTIVA		535.936	531.300
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4	15.816	15.816
Agioreserve	4	624.733	624.733
Herwaarderingsreserve	4	20.725	18.788
Overige reserve	4	-147.821	-148.137
Onverdeeld resultaat	4	19.734	17.296
		533.187	528.496
Kortlopende schulden			
Crediteuren	5.1	354	330
Overige kortlopende passiva	5.2	2.394	2.474
		2.748	2.804
TOTAAL PASSIVA		535.936	531.300

Winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000)

		6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
	TOELICHTING		
OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN			
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6	5.401	4.948
Dividend vastgoedfondsen	7	3.128	1.698
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	8	5.711	6.708
Interestbaten	9	0	1
Overige baten & lasten		87	216
TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN		14.327	13.571
WAARDERINGSRESULTATEN			
Gerealiseerde waardeveranderingen			
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.1	-63	-662
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	10.343	6.062
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.1	-220	440
		10.060	5.840
Ongerealiseerde waardeveranderingen			
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed	10.2	477	-1.935
Ongerealiseerd waarderingsresultaat vastgoedfondsen	10.2	2.322	1.029
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-4.237	-6.329
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	10.2	-752	-4.034
		-2.190	-11.269
Overige koers- en valutaresultaten		-16	-68
TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN		7.854	-5.497
TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT		22.181	8.074
KOSTEN			
Exploitatiekosten	11.1	-983	-2.967
Beheerkosten	11.2	-1.139	-1.283
Bewaarkosten	11.3	-130	-130
Interestlasten	11.4	-46	-31
Overige kosten	11.5	-149	-100
TOTAAL KOSTEN		-2.447	-4.511
OPERATIONEEL RESULTAAT		19.734	3.563
BELASTINGEN		0	0
TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN		19.734	3.563

Kasstroomoverzicht

(bedragen in € x 1.000)

		30-06-2017	31-12-2016
	TOELICHTING		
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat		19.734	17.296
Gerealiseerde waardeveranderingen	10.1	-10.060	-14.585
Ongerealiseerde waardeveranderingen	10.2	2.190	12.542
Verhuurkortingen	1.1	-1.007	1.499
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-1.128	-672
Aankopen / investeringen / overige mutaties vastgoedfondsen	1.1	-50.087	-17.677
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	-12.983	-26.129
Verkopen direct vastgoed	1.1	-63	38.910
Verkopen vastgoedfondsen	1.1	0	0
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.2	48.313	49.739
Mutatie kortlopende vorderingen	2	3.067	-1.999
Mutatie kortlopende schulden	5	-55	-1.400
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		-2.079	57.525
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Uitgifte aandelen	4	0	0
Uitgekeerd dividend	4	-15.043	-17.877
Uitgekeerd agio	4	0	-14.000
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		-15.043	-31.877
NETTO KASSTROOM		-17.122	25.649
Koers- en omrekeningsverschillen op liquide middelen		0	0
MUTATIE LIQUIDE MIDDELEN		-17.122	25.649
Liquide middelen vorig boekjaar		34.446	8.797
Mutatie liquide middelen		-17.122	25.649
SALDO LIQUIDE MIDDELEN		17.324	34.446

Toelichting

Toelichting op de balans

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

1 Vastgoedbeleggingen

1.1 Niet-beursgenoteerd vastgoed

	30-06-2017	31-12-2016
Direct vastgoed		
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	171.664	206.631
Aankopen	860	0
Investerings	268	672
Verhuurkortingen	1.007	-1.499
Verkopen	63	-38.910
Gerealiseerd waarderingsresultaat	-63	1.925
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	477	2.845
Totaal	174.276	171.664

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

	30-06-2017	31-12-2016
Kantorenportefeuille	52.730	50.365
Winkelportefeuille	121.546	121.299
Totaal	174.276	171.664

Er zijn nog geen objecten verkocht in 2017.

	30-06-2017	31-12-2016
Vastgoedfondsen		
Deelnemingen in vastgoedfondsen		
Stand begin boekjaar	106.920	86.680
Aankopen	50.087	25.000
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	2.322	2.563
Overige mutaties	0	-7.323
Totaal	159.329	106.920

April 2017 heeft het Fonds participaties ter waarde van €50,1 miljoen verworven in het CBRE Dutch Residential Fund.

Toelichting

1.2 Beursgenoteerd vastgoed

	30-06-2017	31-12-2016
Stand begin boekjaar	213.007	241.908
Aankopen	12.983	26.129
Verkopen	-48.313	-49.739
Gerealiseerd koers- en valutaresultaat	10.123	12.660
Ongerealiseerd koers- en valutaresultaat	-4.989	-17.951
Totaal	182.811	213.007

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

De portefeuille-omloopfactor (POF) in het eerste halfjaar van 2017 was 20,80 (2016: 18,89). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 20,80 betekent dat in 1 jaar 20,80% van alle beleggingen zijn gekocht of verkocht.

2 Vorderingen en overlopende posten

2.1 Debiteuren

	30-06-2017	31-12-2016
Debiteuren	449	325
Voorziening dubieuze debiteuren	-302	-211
Totaal	147	114

De toename van de debiteuren en de voorziening wordt grotendeels veroorzaakt door Funplaza, deze achterstand zal in Q3 2017 volledig worden afgewikkeld.

2.2 Te vorderen servicekosten

	30-06-2017	31-12-2016
Servicekosten	321	490
Voorziening servicekosten	-2	-18
Totaal	319	472

2.3 Vorderingen en overlopende activa

	30-06-2017	31-12-2016
Dividendvorderingen	1.537	966
Leningen aan huurders	108	108
Nog te ontvangen bedragen	0	484
Overige vorderingen	642	1.774
Totaal	2.287	3.332

Toelichting

De dividendvorderingen betreffen met name de nog te ontvangen Q2 2017 dividenden voor DPRF en DMOF. De overige vorderingen betreffen met name overlopende posten en een vooruitbetaalde ontwikkelvergoeding (€323 duizend).

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

2.4 Belastingvorderingen

	30-06-2017	31-12-2016
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	-557	1.345
Totaal	-557	1.345

3 Overige activa

3.1 Liquide middelen

	30-06-2017	31-12-2016
Banksaldi	17.324	34.446
Totaal	17.324	34.446

Liquiditeiten staan ter vrije beschikking van de vennootschap.

Toelichting

4 Eigen vermogen

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

	Geplaatst aandelen- kapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
Stand 1 januari 2016	15.816	624.733	18.788	-148.137	17.296	528.496
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
STAND 31 DECEMBER 2016	15.816	624.733	18.788	-148.137	17.296	528.496
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	17.296	-17.296	0
Uitkering dividend	0	0	0	-15.043	0	-15.043
Uitkering agio	0	0	0	0	0	0
Uitgifte aandelen	0	0	0	0	0	0
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	1.937	-1.937	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	19.734	19.734
STAND 30 JUNI 2017	15.816	624.733	20.725	-147.821	19.734	533.187

4.2 Resultaat per aandeel

(bedragen x 1 €)	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Opbrengst uit beleggingen	0,90	0,86
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	0,64	0,36
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	-0,14	-0,71
Fondskosten	-0,15	-0,28
Resultaat per aandeel	1,25	0,23
	0,00	0,00
Belastingen	0,00	0,00
Resultaat per aandeel na belastingen	1,25	0,23

4.3 Verdeling certificaten STAK ASR Property Fund over de participanten

	ASR Leven	ASR Bewaarder	Totaal
Stand per begin boekjaar	12.205	3.611	15.816
Aandelentransacties	-1.785	1.785	0
Uitgifte certificaten	0	0	0
Totaal	10.420	5.396	15.816

Toelichting

Intrinsieke waarde

	30-06-2017	31-12-2016	31-12-2015
Intrinsieke waarde van het Fonds	533.187	528.496	543.077
Uitstaande certificaten	15.816	15.816	15.816
Intrinsieke waarde per certificaat	33,71	33,42	34,34

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

5 Kortlopende schulden

5.1 Crediteuren

	30-06-2017	31-12-2016
Crediteuren	354	330
Totaal	354	330

5.2 Overige kortlopende passiva (korter dan 1 jaar)

	30-06-2017	31-12-2016
Waarborgsommen	120	19
Vooruitontvangen huur	1.205	1.316
Nog te betalen beheervergoeding	539	609
Nog te betalen accountantskosten	49	73
Nog te betalen belastingen	0	0
Nog te betalen aan participanten	247	0
Overige kortlopende schulden	134	457
Totaal	2.394	2.474

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 naar naar verwachting €10 miljoen in het tweede halfjaar van 2017 uitgegeven zal worden. Inzake een afgesloten huurovereenkomst met Hudson's Bay voor een object in Amersfoort zal het Fonds €16 miljoen investeren.

Toelichting

Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

6 Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Theoretische huuropbrengsten	6.857	8.673
Leegstand	-1.203	-1.967
Verhuurkortingen	-253	-1.758
Bruto huuropbrengsten	5.401	4.948

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

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	0	0
Direct vastgoed negatief	-63	-662
Totaal direct vastgoed	-63	-662
Beursgenoteerd vastgoed		
Koersresultaat positief	10.343	6.062
Koersresultaat negatief	0	0
Totaal koersresultaat	10.343	6.062
Valutare resultaat positief	0	440
Valutare resultaat negatief	-220	0
Totaal valutare resultaat	-220	440
TOTAAL GEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN	10.060	5.840

Toelichting

10.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Niet-beursgenoteerd vastgoed		
Direct vastgoed		
Direct vastgoed positief	477	2.645
Direct vastgoed negatief	0	-4.580
Totaal direct vastgoed	477	-1.935
Vastgoedfondsen		
Vastgoedfondsen positief	2.322	1.029
Vastgoedfondsen negatief	0	0
Totaal vastgoedfondsen	2.322	1.029
Beursgenoteerd vastgoed		
Koersresultaat positief	0	0
Koersresultaat negatief	-4.237	-6.329
Totaal koersresultaat	-4.237	-6.329
Valutaresultaat positief	0	0
Valutaresultaat negatief	-752	-4.034
Totaal valutaresultaat	-752	-4.034
TOTAAL ONGEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN	-2.190	-11.269

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:

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Onderhoudskosten	27	545
Vaste lasten	330	359
Leegstand servicekosten	169	321
Taxatiekosten	34	29
Overige exploitatiekosten	423	1.713
Totaal	983	2.967

Onder vaste lasten vallen aan vastgoed in exploitatie gerelateerde belastingen en verzekeringen. De daling van de exploitatiekosten wordt met name veroorzaakt door een daling van de onderhoudskosten voor de kantorenportefeuille en de afwikkeling van de voorziening op een vordering op V&D.

Toelichting

11.2 Beheerkosten

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	1.130	1.274
Bewaarloon Custodian	9	9
Totaal	1.139	1.283

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 prestatievergoedingen.

Bewaarloon custodian

Voor de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille is het Fonds bewaarloon verschuldigd aan de custodian die afhankelijk is van het land waar het aandeel genoteerd is tussen de 0,3 en 0,8 basispunten. De overige kosten die rechtstreeks verband houden met het beheer van de beleggingen, zoals 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:

- €194 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor het direct vastgoed;
- €64 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de vastgoedaandelen.

11.4 Interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor het aangehouden rekening-courantkrediet.

11.5 Overige kosten

	6 maanden t/m 30-06-2017	6 maanden t/m 30-06-2016
Accountantskosten	50	52
Overige kosten	99	48
Totaal	149	100

Werknemers

Het Fonds heeft in het eerste halfjaar van 2017 geen personeel in dienst (2016: 0). De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. vastgoed vermogensbeheer.

Bijlage 1

Portefeuille niet-beursgenoteerd vastgoed per 30-06-2017

Kantoren direct vastgoed

Plaats	Straat
Amsterdam	Amstelveenseweg
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 Houde (2x)
Groningen	Dierenriemstraat
Leeuwarden	Ruiterskwartier
Leeuwarden	Wirdumerdijk
Middelburg	Lange Delft
Oosterhout NB	Arendstraat
Oss	Fabrieksstraat
Oss	Heuvelstraat
Rotterdam	Lijnbaan (8x)
Venlo	Lomstraat
Waalwijk	De Els
Zaandam	Gedempte Gracht
Zwolle	Diezerstraat

Portefeuille niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen per 30-06-2017

Land	Naam vastgoedfonds	Marktwaarde (in € x 1.000)	Belang
Nederland	ASR Dutch Prime Retail Fund	81.708	6,2%
Nederland	ASR Dutch Mobility Office Fund	26.469	11,2%
Nederland	CBRE Dutch Residential Fund	51.152	3,8%
TOTAAL NIET-BEURSGENOTEERDE VASTGOEDFONDSEN		159.329	

Bijlage 2

Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30-06-2017

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (in € x 1.000)	%	
Belgie	Befimmo SCA	1.402		
	Cofinimmo	2.045		
		3.447	1,89%	
Duitsland	Deutsche Euroshop AG	2.619		
	Deutsche Wohnen AG	15.225		
	LEG Immobilien	10.231		
	TAG Immobilien	1.123		
	Vonovia SE	16.944		
		46.142	25,24%	
Frankrijk	Fonciere des Regions	6.977		
	Gecina	7.170		
	Icade	5.792		
	Klépierre SA	11.921		
	Mercialys	696		
	Unibail-Rodamco ACT	17.512		
		50.068	27,40%	
Nederland	Eurocommercial Property NV	3.093		
	Wereldhave	3.057		
		6.150	3,36%	
Oostenrijk	CA-Immobilien Anlagen AG	2.108		
	BUWOG AG	1.006		
		3.114	1,70%	
Spanje	Inmobliaria Colonial	3.482		
	Merlin Properties	6.908		
		10.390	5,68%	
Verenigd Koninkrijk	British Land Co. PLC	3.992		
	Cap Count PTY	1.496		
	Derwent London PLC	1.463		
	Great Portland Estates PLC	2.307		
	Hammerson PLC	2.298		
	Land Securities Group PLC	5.653		
	Liberty International PLC	911		
	Lon & Stan PTY	291		
	Segro PLC	3.900		
	Shaftesbury	1.772		
			24.083	13,17%
	Zweden	Castellum AB	6.403	
Fabege AB		2.748		
Fastghets Balder		2.979		
Hemfosa Fastigheter AB		1.375		
Hufvudstaten AB		2.839		
Kungleden AB		2.078		
Wihlborg Fastigheter AB		2.842		
Wallenstam Byggnads AB		2.932		
		24.196	13,24%	
Zwitserland	Mobimo Holdeing AG	2.094		
	PSP Swiss Property AG	5.176		
	Swiss Prime Site AG	7.951		
		15.221	8,33%	
TOTAAL BELEGGINGEN VASTGOEDAANDELEN		182.811	100,00%	

© 2017

Tekst

ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V.

Ontwerp

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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