

# ASR Property Fund N.V.

Een vennootschap met veranderlijk kapitaal

Halfjaarbericht 2015

**ASR Property Fund N.V.**

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

Telefoon: +31 30 257 98 61

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

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

# ASR Property Fund

## Halfjaarbericht 2015

### Inhoudsopgave

<b>Kerncijfers</b>	<b>4</b>
<b>Directieverslag</b>	<b>6</b>
<b>Portefeuilleontwikkeling en resultaten</b>	<b>11</b>
<b>Jaarrekening</b>	<b>23</b>
Balans per 30 juni 2015	24
Winst- en verliesrekening	25
Kasstroomoverzicht	26
<b>Toelichting</b>	<b>27</b>
Toelichting op de balans per 30 juni 2015	27
Toelichting op winst- en verliesrekening	32
Portefeuille direct vastgoed	35
Portefeuille vastgoedaandelen	37

# Kerncijfers

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

## Portefeuilleresultaat in procenten

(in % gebaseerd op het gemiddeld aantal uitstaande aandelen)	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
<b>Direct vastgoed</b>		
Bruto huuropbrengsten	3,4%	3,6%
Exploitatiekosten	-0,9%	-0,9%
Netto huuropbrengsten	2,5%	2,7%
Waarderingsresultaat	-0,7%	-1,6%
Overige baten & lasten	0,0%	0,0%
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,1%</b>
<b>Beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>		
Dividend	2,4%	3,1%
Waarderingsresultaat	5,1%	12,2%
<b>Totaal beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>	<b>7,5%</b>	<b>15,3%</b>
<b>Fondsresultaat</b>		
Direct resultaat	2,5%	2,8%
Indirect resultaat	1,7%	3,4%
Fondskosten	-0,3%	-0,7%
Financieringskosten (netto)	0,0%	0,0%
<b>Totaal fondsresultaat</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,5%</b>
<b>Rendement per aandeel</b>		
Uitgekeerd dividend	3,3%	4,7%
Uitgekeerd agio	0,0%	0,0%
Koersrendement	0,6%	0,8%
<b>Totaal rendement per aandeel</b>	<b>3,9%</b>	<b>5,5%</b>

## Resultaat per aandeel

(bedragen in €)	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
<b>Koersverloop</b>		
Koers begin periode	34,31	34,14
Fondsresultaat	1,45	1,91
Uitgekeerd agio	0,00	0,00
Uitgekeerd dividend	-1,14	-1,60
<b>Koers einde periode</b>	<b>34,62</b>	<b>34,45</b>

## Kerncijfers

### Portefeuilleresultaat in bedragen

	30-06-2015	31-12-2014
<b>Netto vermogenswaarde fonds</b>	<b>547.565</b>	<b>511.313</b>
Direct vastgoed	306.388	306.259
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	224.337	200.959
Overige activa	25.163	15.279
<b>Totaal activa fonds</b>	<b>555.888</b>	<b>522.497</b>

### Kernresultaten

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
<b>Direct vastgoed</b>		
<b>Bruto huuropbrengsten</b>	<b>10.269</b>	<b>11.350</b>
Exploitatiekosten	-2.652	-2.853
<b>Netto huuropbrengsten</b>	<b>7.617</b>	<b>8.497</b>
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-2.232	-4.978
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	-32
Overige baten & lasten	21	172
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>5.406</b>	<b>3.659</b>
<b>Beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>		
Dividend vastgoedaandelen	5.296	5.437
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	11.421	21.803
Overige koers- en valutaresultaten	17	-25
<b>Totaal beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>	<b>16.734</b>	<b>27.215</b>
<b>Fondskosten</b>		
Beheerfee	-1.453	-3.163
Administratieve kosten	-130	-137
Overige kosten	-145	-121
<b>Totaal fondskosten</b>	<b>-1.728</b>	<b>-3.421</b>
<b>Financieringskosten (netto)</b>	<b>-23</b>	<b>-16</b>
<b>Fondsresultaat na belastingen</b>	<b>20.389</b>	<b>27.437</b>

---

# Directieverslag

## Algemeen

De strategie van het ASR Property Fund N.V., een vennootschap met veranderlijk kapitaal (hierna 'het Fonds'), is er op gericht om stabiele en aantrekkelijke beleggingsresultaten te genereren.

## Terugblik en aandachtsgebieden eerste halfjaar 2015

In het eerste halfjaar van 2015 heeft de beleggingsmix van het Fonds aantrekkelijke rendementen gegenereerd die verder in dit halfjaarbericht zullen worden toegelicht. Met name de Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen lieten over de eerste drie maanden van het jaar een sterke performance zien. In het tweede kwartaal werd de performance van het beursgenoteerde segment verminderd door een samenhang van een aantal factoren, waaronder de perikelen rondom Griekenland. Aan het einde van het eerste halfjaar heeft het Fonds de volgende assets: €306,4 miljoen (55%) in direct vastgoed, €224,3 miljoen (40%) in beursgenoteerde vastgoedaandelen en €25,2 miljoen (5%) in liquiditeiten en overige activa.

Het Fonds heeft als gevolg van kapitaalinstroom in het eerste kwartaal €32,8 miljoen aan certificaten van aandelen uitgegeven. De kapitaalinstroom is volgens het beleid van het Fonds geïnvesteerd in zowel direct vastgoed als beursgenoteerd vastgoed. Zo werd aan het eind van het tweede kwartaal het startsein gegeven voor twee herontwikkelingsprojecten van een kantoor- en winkelpand in Amsterdam en Rotterdam. Daarnaast is er in het tweede kwartaal besloten om voor €20 miljoen aan beursgenoteerde vastgoedaandelen bij te kopen.

In het eerste halfjaar van 2015 waren er berichten over faillissementen van enkele retailers binnen de portefeuille en problemen rondom de V&D. Zo gingen de Etam Groep, House of Shoes en Schoenenreus allen failliet in het eerste kwartaal. Daarnaast kondigde de moedermaatschappij van V&D aan een structurele huurkorting te verlangen van de vastgoedeigenaren, waaronder het ASR Property Fund. De genoemde huurkorting werd door V&D gepresenteerd als voorwaarde om operationeel te kunnen blijven. Na onderhandelen heeft a.s.r. vastgoed vermogensbeheer een akkoord kunnen sluiten met de eigenaar van V&D die de toekomst van de winkelketen op de korte termijn garandeert onder aanvaardbare huurvoorwaarden.

In het eerste halfjaar is de Raad van Advies driemaal bijeen gekomen en de directie negen keer. In deze vergaderingen zijn onder andere het jaarverslag 2014, het dividendvoorstel 2014, de situatie rondom V&D, desinvesteringsvoorstellen en herontwikkelingsprojecten behandeld. Daarnaast zijn het beleggingsbeleidsplan 2015-2017 en kapitaalinstroom behandeld.

## AIFMD rapportage – Fonds restricties

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

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

Op 30 juni en gedurende het gehele eerste halfjaar van 2015 voldeed het Fonds aan deze restricties.

## Directieverslag

### Economische ontwikkelingen

#### Conjuncturele ontwikkelingen

- Het economische herstel van de Nederlandse economie in 2014 heeft zich in het eerste halfjaar van 2015 doorgezet. In het eerste kwartaal is de economie met 0,6% gegroeid ten opzichte van één kwartaal eerder. Ten opzichte van een jaar eerder groeide de economie met 2,5% (CBS, 2015). De groei wordt steeds breder gedragen: zowel de investeringen als de consumptie en de export leveren een positieve bijdrage. Voor de komende kwartalen wordt verwacht dat de economie zich verder zal versterken. De gemiddelde groei zal naar verwachting voor elk kwartaal toenemen met 0,4% (Consensus Forecast, 2015).
- In vergelijking met Europa is de opleving van Nederlandse economie beduidend beter. In Europa (EU28) bedroeg de gemiddelde groei 1,5% (Eurostat, 2015). Met name een toename in investeringen en export versterkten de Europese economie. Voor de komende kwartalen wordt eveneens een groei verwacht, namelijk 0,5% elk kwartaal (Consensus Forecast, 2015).
- De sterk toegenomen groei van het consumentenvertrouwen is debet aan de verbeterde economische omstandigheden in Nederland. In juni bereikte de consumentenvertrouwen indicator het hoogste niveau in 8 jaar tijd. De vertrouwensindex steeg naar 6 in juni (CBS, 2015). Consumenten zijn positiever over het algehele economische klimaat. De verwachting is dat de vertrouwensindex de komende kwartalen gestaag verbetert.
- Het vertrouwen van de ondernemers in de industrie is in juni verder toegenomen en bereikte het hoogste niveau in ruim 4 jaar tijd. Producenten in de industrie zijn positiever over de toekomstige productie en waren ook iets beter te spreken over hun orderportefeuille (CBS, 2015). De vertrouwensindicator steeg naar 4,6 in juni. De verwachting is dat de vertrouwensindex de komende kwartalen gestaag verbetert.
- In het eerste halfjaar van 2015 lag de inflatie wederom op een laag niveau. In juni bedroeg de inflatie 1,0% (CBS, 2015). De inflatie volgens de Europees geharmoniseerde prijsindex (HICP), die gebruikt wordt voor het monetaire beleid van de Europese Centrale Bank, bedroeg voor Nederlands 0,5% in juni. Ondanks het lage niveau, is er sprake van een licht toenemende trend. De inflatie op jaarbasis is namelijk toegenomen: in januari 0,0%, 0,2% in februari, 0,4% in maart, 0,6% in april en 1,1% in mei 2015. De verhoging in mei is bijna volledig toe te schrijven aan de prijsstijgingen van vakanties, vliegtickets en accommodaties.
- De Nederlandse HICP ligt hoger dan de gemiddelde inflatie van de eurozone. De inflatie in de eurozone ligt 0,8% lager, namelijk 0,2% (stand: juni 2015) (Eurostat, 2015). Om de economie van de eurozone te stimuleren en deflatie tegen te gaan, is de Europese Centrale Bank (ECB) in maart 2015 gestart met een 'Quantitative Easing program'. Het uiteindelijke programma van QE houdt in dat voor 60 miljard euro per maand, voor ten minste 19 maanden, staatsobligaties op worden gekocht. Hiermee tracht de ECB de inflatie te verhogen tot de doelstelling van net onder de 2% (ECB, 2015).
- De werkloosheid in Nederland bedroeg aan het einde van het tweede kwartaal 692.000, wat neer komt op 7,7% van de beroepsbevolking (CBS, 2015). Volgens internationale definities bedroeg de werkloosheid in Nederland 7,0%. In vergelijking met de eurozone (11,1%) en Europa (EU28) 9,7% ligt de werkloosheid in Nederland aanzienlijk lager (Eurostat, 2015). Het aantal openstaande vacatures is over het eerste halfjaar van 2015 licht toegenomen. Dit betekent dat er zeven kwartalen op rij een groei van het aantal vacatures is waargenomen. Aan het einde van het eerste kwartaal waren er bijna 125.000 vacatures, tegenover 104.000 een jaar eerder. De verwachting is dat deze stijgende trend zich zal voortzetten in de komende kwartalen.

## Directieverslag

### Direct vastgoed: de ontwikkelingen

#### Winkelruimtemarkt

- Huishoudens hebben in het eerste kwartaal van 2015 bijna 2% meer besteed aan goederen en diensten dan in het eerste kwartaal van 2014. Het consumptievolume is nog wel ongeveer 4% kleiner dan tijdens de hoogconjunctuur in het tweede kwartaal van 2008. Dat consumenten meer besteden dan een jaar eerder is in lijn met de lichte verbetering van de werkgelegenheid en het herstel op de woningmarkt. Daarnaast is in 2014 het beschikbaar inkomen van huishoudens toegenomen (CBS, 2015).
- De omzetten van de detailhandel zijn in het eerste kwartaal van 2015 licht toegenomen. De winkels hebben gemiddeld 0,6% meer omgezet dan een jaar eerder (CBS, 2015). De omzet stond onder druk van de grootste prijsdaling in de laatste 10 jaar (-1,8%). Vooral bij de winkels in non-foodartikelen daalden de prijzen sterk. De verkopen (volume) namen wel sterker toe dan in het afgelopen kwartaal. Deze groeiden met 2,4%. Dit is het vierde kwartaal op rij waarin de verkopen stegen in vergelijking met een jaar eerder. Zowel bij de winkels in voedings- en genotmiddelen (1,7%) als in non-foodartikelen (0,5%) viel de omzetgroei iets terug ten opzichte van een kwartaal eerder. De verwachting is dat de prijsdalingen nog enkele kwartalen blijven doorzetten, maar door hogere volumes wordt er toch nog licht groeiende omzetten verwacht.
- Nederland heeft in totaal ongeveer 250.000 winkels, die een totale verhuurbare oppervlakte (NLA) van iets meer dan 31,5 miljoen vierkante meter omvat. Aan het einde van het tweede kwartaal zijn er circa 16.900 verkooppunten als leeg geregistreerd. De totale oppervlakte van leegstand bedraagt ongeveer 3.600.000 m<sup>2</sup> (=7,8%). Dit betekent dat de leegstand op jaarbasis is toegenomen met 0,5% (Locatus, 2015). Op de toplocaties blijft de leegstand laag (ongeveer 3,7%), maar is ten opzichte van vorig jaar wel toegenomen (was 2,9%). Op secundaire locaties is de leegstand behoorlijk toegenomen. Dit betekent dat de divergentie tussen prime en secundaire locaties alsmaar groter wordt.
- Het aantal faillissementen in de detailhandel is afgelopen halfjaar wederom afgenomen. In 2014 was al een aanzienlijke daling van het aantal faillissementen zichtbaar, van gemiddeld 250 retailers per kwartaal in 2013 naar circa 160 in 2014 (CBS, 2015).
- In het eerste kwartaal van 2015 moesten circa 130 retailers gedwongen hun deuren te sluiten. Nog steeds een hoog aantal faillissementen. Bijna de helft (81) van alle faillissementen betrof in het eerste kwartaal van 2015 een kleding- of schoenenwinkel. Dit waren er in dezelfde periode een jaar eerder nog 44. Bij de meeste andere soorten winkels nam het aantal faillissementen echter af.
- Door de verbeterde economische vooruitzichten is de verwachting dat het aantal faillissementen licht blijft dalen in de komende kwartalen.
- Ondanks het relatief hoog aantal faillissementen zien meerdere retailers voldoende kansen om hun winkelbezit uit te breiden of zelfs de Nederlandse markt te betreden. Ook zijn er meer retailers die nieuwe concepten lanceren.
- Enkele expanderende retailers over het eerste halfjaar: Burgerista, Bax, Dunkin' Donuts, Indiska, Dille & Kamille, De Tuinen, Nespresso, Mango, Siebel, Specsavers, Domino's Pizza, CallStars, Mediamarkt en River Island.
- De Rijksoverheid heeft in samenwerking met onder andere MKB-Nederland en Detailhandel Nederland plannen opgesteld om de detailhandel te versterken. Deze plannen zijn vastgelegd in een nationale retailagenda. Drie thema's staan centraal in de zogenaamde retailagenda. De fysieke omgeving van de winkels, de online verkoop en 'ruimte voor ondernemerschap'. Met 50 gemeenten worden afspraken gemaakt voor aantrekkelijk houden en maken van winkelgebieden. Minder leegstand door marktconforme winkelhuren. Meer ruimte om winkels te combineren met horeca. En extra scholing voor het winkelpersoneel.



## Directieverslag

### Kantorenmarkt

- Op de kantorenmarkt is medio 2015 nog steeds sprake van een overduidelijke vragersmarkt. In totaal staat 8,0 miljoen vierkante meter kantoorruimte leeg in Nederland, dat is 16,1% van de totale kantorenvorraad (DTZ, 2015).
- In de eerste helft van 2015 hebben verplaatsende organisaties in Nederland 500.000 m<sup>2</sup> kantoorruimte opgenomen. Deze opname is ongeveer gelijk aan het eerste half jaar van 2014. Opvallend is dat de tien grootste kantorentransacties dit keer niet allemaal plaatsvonden in de kernsteden, maar ook daarbuiten: Middelburg, Gouda, Purmerend en Oss. Amsterdam en Utrecht kwamen niet in de top 10 voor.
- Deze markt cijfers zijn weliswaar ongunstig, maar tegelijkertijd nagenoeg gelijk aan die van 2013. Veel ruimer lijkt de kantorenmarkt de komende paar jaar niet meer te worden.
- Ondanks de verbeterende economische situatie en vooruitzichten reorganiseren en concentreren (grootschalige) bedrijven hun kantooractiviteiten. De kantorenmarkt is voor het overgrote gedeelte nog altijd een vervangingsmarkt. De overheid - de grootste kantoorgebruiker van Nederland - trekt zich tevens terug en vertoont al vanaf 2012 een sterke concentratiebeweging in de grote steden. Netto absorptie is negatief en zal dat de komende jaren naar verwachting blijven. Het sluiten van vele bankfilialen door ABN AMRO en Rabobank en de recent aangekondigde besparingen op de huisvestingskosten bij de Nationale Politie zijn hiervoor illustratief.
- Leegstand op de Nederlandse kantorenmarkt is en blijft een heet hangijzer. Door het aanhoudende lage vraagniveau - net als in voorgaande jaren mede als gevolg van bedrijfsreorganisaties en de invoer van het nieuwe werken - en het hoge aanbod niveau, lijkt er vooralsnog geen eind te komen aan de problemen. De grote mismatch tussen vraag en aanbod heeft ertoe geleid dat er sprake is van een toenemende structurele leegstand van kantoorruimte.
- Nieuwbouw van kantoren staat nog steeds op een laag pitje. Als het al gebeurt, vindt het voornamelijk plaats in de kernsteden op locaties met een hogere dynamiek. Tegelijkertijd zijn er steeds meer voorbeelden van onttrekking en transformatie te vinden. Zowel de geringe nieuwbouw activiteit als de onttrekkingen dragen positief bij aan een beter marktevenwicht.
- De afgelopen jaren stonden en komende jaren staan in het teken van reductie van het aanbod. Ondanks de onttrekkingen aan de kantorenvorraad, blijft de leegstand (licht) oplopen. Om te komen tot een beter marktevenwicht moet het tempo van onttrekken en transformeren van kantoorgebouwen en het verkleinen van de planvoorraad worden verhoogd. De komende jaren zal dit het hoofdthema blijven bij de beleidsmakers.

### Woningmarkt

- Particuliere koopwoningen zijn in Nederland sinds 2008 met bijna 20% in waarde afgenomen (NVM). De gemiddelde prijs lag begin 2015 op het niveau van 12 jaar geleden. Sinds de zomer van 2013 is er sprake van een stijgende trend. Initieel was sprake van voorzichtig herstel, maar vergeleken met juni 2014 heeft een substantiële prijsstijging (2,6%) plaatsgevonden. Deze werd mede ingegeven door de zeer lage hypotheekrente. In de eerste vijf maanden van 2015 werden naar schatting 60.000 huizen verkocht, een stijging van circa 7% t.o.v. een jaar eerder.
- Ook al is het herstel in alle landstreken waarneembaar, er bestaan grote regionale verschillen. Woningprijzen in Amsterdam stegen bijvoorbeeld met maar liefst 10% (Q1 2015, yoy), in Zeeland en Overijssel was deze stijging net positief (0,2%).
- Onder meer de strengere regelgeving aangaande hypotheekneming door banken, de afbouw van de hypotheekrenteaf trek en het aanpakken van scheefwoning in de sociale sector, biedt kansen voor de vrije sector huurwoningmarkt. De vraag zal de komende jaren hoogstwaarschijnlijk toenemen. Als de voorgenomen plannen om de loan-to-value (ruim) onder de 100% te leggen doorgaan, zal dit effect nog verder versterkt worden.
- Het aantal afgegeven vergunningen voor woningbouwproductie zit weer in de lift na een historisch laag niveau in 2013. In het eerste kwartaal van 2015 is de waarde van de verleende woningbouwvergunningen bijna verdubbeld in vergelijking met het eerste kwartaal van 2014. Het aantal opgeleverde nieuwbouwwoningen, welke vertraagt reageert op het aantal bouwvergunningen, begint inmiddels ook op te lopen: +11% Q1 2015 t.o.v. Q1 2014. Verwacht wordt dat deze stijgende trends de komende paar jaar aanhouden.

## Directieverslag

- Corporaties dienen weer terug te gaan naar de kern van hun bestaan: het bieden van sociale woningbouw. Als gevolg hiervan zullen hun vrije sector huurwoningen de komende jaren naar verwachting worden aangeboden op de markt. Daarnaast zullen zij minder nieuwbouw initiëren. De komende vijf jaar zijn de corporaties voornemens om 100.000 nieuwe woningen te bouwen, waar dit twee jaar geleden nog 150.000 woningen waren. Een daling van 33%. Er ontstaat een evenwichtiger level playing field tussen institutionele beleggers en corporaties op de beleggingsmarkt.
- Momenteel is er een recordbedrag van €5,5 miljard beschikbaar voor woningbeleggingen. Naar schatting €3 miljard van buitenlandse investeerders, €1,5 miljard van Nederlandse instituten en circa €1 miljard van Nederlandse particuliere beleggers.
- Het beleggingsvolume ligt in het eerste halfjaar van 2015 op €1,45 miljard, €300.000 hoger dan in het eerste half jaar van 2014. Aangezien het aanbod van bestaande woningen schaars is, ligt de beleggingsfocus op de nieuwbouwmarkt. Deze historisch hoge beleggingsbereidheid heeft haar weerslag op de inkoopprijs van huurwoningen. De aanvangsrendementen staan sterk onder druk, met name in de grote stedelijke agglomeraties in de Randstad.

### Beursgenoteerd vastgoed: de ontwikkelingen

- Over de eerste helft van het jaar 2015 hebben de beursgenoteerde vastgoedaandelen van het Fonds een positief totaalrendement van 7,5% behaald.
- Vastgoedondernemingen op de Europese beurzen sloten het jaar 2014 positief af, deze stijgende lijn werd in de eerste maanden van 2015 doorgezet. De stimuleringsmaatregelen van de ECB hadden een groot aandeel in het optimisme op de aandelenbeurzen.
- Het effect van de ECB op de Europese economie en markten was dusdanig groot dat de zorgen om een faillissement van Griekenland enigszins werden getemperd.
- Het effect van kwantitatieve verruiming door de ECB heeft de zorgen omtrent een Grieks faillissement niet in zijn geheel kunnen mitigeren. De moeizame onderhandelingen tussen de Griekse regering en IMF, Eurogroep en ECB zorgden voor een negatieve impact op de wereldwijde aandelenkoersen waaronder beursgenoteerd vastgoed.
- Verscheidene economieën die in 2014 qua groei achterbleven ten opzichte van Europese 'grootmachten' lieten in het eerste kwartaal een sterkere groei zien. Het positieve nieuws over de Europese economieën alsmede de lage eurokoersen en rentestanden droegen bij aan de interesse voor Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.
- Klepière meldde positieve cijfers over haar eerste kwartaal in 2015, het zag het aantal huurders in het eerste kwartaal met 3,7% stijgen ten opzichte van dezelfde periode een jaar geleden. De huurinkomsten van Klepière stegen in het eerste kwartaal sterker dan de inflatie in Frankrijk, België en Italië. In Nederland en Duitsland was de inflatie echter groter dan de huurstijging in de portefeuille.
- In het eerste halfjaar kondigden enkele vastgoedondernemingen aandelenemissies aan, waaronder Unite, Cofinimmo, AXIA, Merlin, Hispania en Deutsche Wohnen. Met de opbrengsten losten de ondernemingen relatief dure financieringen af of werd er geïnvesteerd in de portefeuille.
- Wereldhave kocht aan het einde van het eerste halfjaar een negental winkelcentra van Klepière, de panden waren afkomstig uit het voormalige Corio-portefeuille. Om de aankoop (deels) te financieren heeft Wereldhave aandelen uitgegeven.
- Gedurende het tweede kwartaal hebben een combinatie van gebeurtenissen ervoor gezorgd dat de behaalde performance van de eerste twee maanden van het jaar zijn verminderd.
- De rentes op obligaties bewogen in het tweede kwartaal sterk op en neer, de rente van Duitse tienjaars-staatsobligaties steeg bijvoorbeeld binnen een korte periode van 50 basispunten naar ruim 1 procent. Het laatstgenoemde zorgde er volgens onze analyse voor dat lange termijn beleggers, die doorgaans grote posities op de aandelenmarkt hebben, korte termijnbeslissingen namen die impact hadden op de aandelenkoersen.

## Directieverslag

### Vooruitzichten & beleid

#### Conjunctuur

- De economische vooruitzichten voor dit jaar zijn een voortzetting van het economisch herstel in Nederland en in de EU als geheel. De sterk verbeterde indicatoren bieden een beter fundament voor de korte en middellange termijn.
- Het opkoopprogramma van de ECB zal komende kwartalen moeten uitwijzen of het de Europese economie ook voor de lange termijn in goede richting kan bewegen.
- De werkloosheid in Europa zal naar verwachting op een hoog niveau blijven voor de komende jaren. Voor de Nederlandse economie is de verwachting dat de werkloosheid nog relatief hoog blijft, maar licht afzwakt door de lichte toename van vacatures.
- Voor heel 2015 wordt een relatief lage inflatie verwacht (1,3%), maar de gemiddelde prognose voor de komende drie jaar ligt rond de 1,7% wat richting het gewenste niveau van de ECB komt.

#### Vastgoed

##### Winkels

- De waarde van winkelvastgoed staat in het algemeen onder druk.
- A-locaties in de strategische winkelsteden en supermarkten blijven het goed doen.
- Door de effecten van het nieuwe winkelen, waaronder online winkelen, staan marges onder druk. Dit werkt vooral door voor winkels in niet strategische winkelsteden.

##### Kantoren

- De kantorenmarkt zal de komende jaren weliswaar een vragersmarkt blijven, maar verdere verruiming is gestopt. Kansen liggen in de grote steden, op de goed (multi modaal) ontsloten locaties.
- De leegstand van kantoren heeft de komende jaren een structureel karakter.

##### Woningen

- De huurwoningmarkt heeft het dieptepunt duidelijk achter zich gelaten. Naar verwachting zullen de prijzen voor koopwoningen de komende jaren verder oplopen. Aanvangsrendementen zullen, zeker voor een goed product, de dalende lijn vasthouden de komende 12 tot 18 maanden.
- 2015 en 2016 zullen gekenmerkt worden door een blijvend hoge beleggingsbereidheid. Dit gaat gepaard met hevige (prijz)concurrentie tussen de aankopende partijen.

Het Fonds streeft ernaar om dit jaar een deel van de direct vastgoedportefeuille om te zetten in participaties van niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen. Na deze transitie zal het Fonds bestaan uit direct vastgoed, beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd vastgoed. De laatstgenoemde beleggingsmix zal bijdragen aan het spreiden van risico en leveren van aantrekkelijke rendementen. Daarnaast wordt er actief gekeken naar mogelijkheden om de sector Woningen toe te voegen aan de huidige directe vastgoedportefeuille.

##### Beursgenoteerd vastgoed

- De verwachtingen voor Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen waren volgens analisten in het eerste kwartaal vooralsnog positief. De algehele verwachting voor Europese vastgoedaandelen is dat deze het jaar positief zullen afsluiten met een totaalrendement dat 2014 kan evenaren (MorganStanley, 2015). Ondanks dat er correcties worden verwacht zien analisten van ING de lage financieringskosten en eerdere afwaarderingen als 'drivers' voor positieve koersontwikkelingen (FD, ING Real Estate, 2015). Het beeld voor beursgenoteerde Europese vastgoedaandelen wordt volatieler naarmate er ontwikkelingen zijn die impact hebben op de algemene markten, zoals bijvoorbeeld de thema's Griekenland, het rentebeleid van de ECB en de FED, de economie en valutabeleid van China en de Europese Unie. Op korte termijn reageren beursgenoteerde vastgoedaandelen net zo volatiel als aandelen in andere segmenten. Over een langere termijn is de koersontwikkeling van beursgenoteerde vastgoedaandelen minder volatiel (EPRA, FD, 2015).
- Het huidige beleid van het Fonds inzake beursgenoteerde vastgoedaandelen wordt voor 2015 gehandhaafd.

# Portefeuilleontwikkeling en resultaten

## Portefeuilleontwikkeling

### Portefeuilleontwikkeling: algemeen

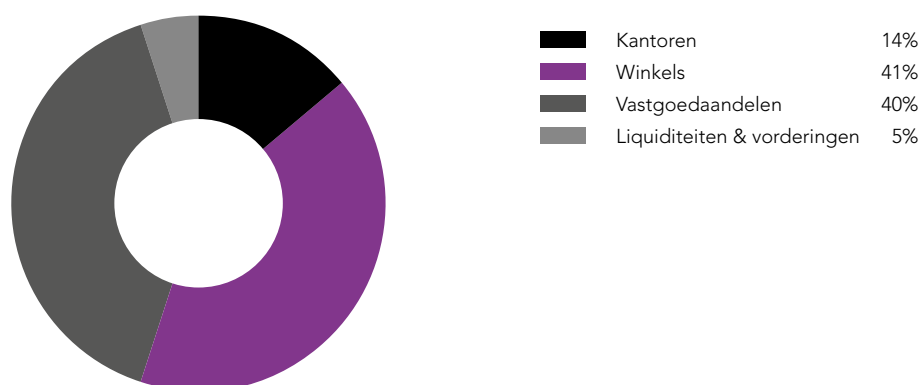
De beleggingen van het Fonds bestonden op 30 juni 2015 uit 55% direct vastgoed, 40% vastgoedaandelen en 5% liquiditeiten en overige beleggingen. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2015	%	31-12-2014	%
Direct vastgoed	306.388	55%	306.259	59%
Indirect vastgoed	224.337	40%	200.959	38%
Overige activa	25.163	5%	15.279	3%
<b>Totaal</b>	<b>555.888</b>	<b>100%</b>	<b>522.497</b>	<b>100%</b>

De totale activa van het Fonds stegen in het eerste halfjaar 2015 met €33,4 miljoen tot €555,9 miljoen. De beleggingen in direct vastgoed namen toe met €0,1 miljoen tot €306,4 miljoen door €2,0 miljoen aan aankopen, een negatief ongerealiseerd waarderingsresultaat van €2,2 miljoen en €0,3 miljoen aan investeringen en geactiveerde verhuurkortingen. Het indirect vastgoed, volledig bestaande uit vastgoedaandelen, steeg met €23,4 miljoen tot €224,3 miljoen. Deze stijging werd veroorzaakt door een positief waarderingsresultaat van €11,4 miljoen en per saldo een aankoop van vastgoedaandelen van €12,0 miljoen.

De verdeling van de activa van het Fonds op 30 juni 2015 inclusief segmentatie van het direct vastgoed, zag er als volgt uit:

**Figuur 1** Fonds verdeeld naar activa op 30-06-2015



## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

### Portefeuilleontwikkeling: direct vastgoed

De beleggingen in direct vastgoed bestaan volledig uit Nederlands vastgoed. De beleggingen zijn met name gefocust op winkels en in mindere mate op kantoren.

Onderstaand worden de kerncijfers van de direct vastgoed portefeuille weergegeven:

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2015	31-12-2014
<b>Winkels</b>		
Aantal objecten	55	54
Aantal huurcontracten	104	107
Netto verhuur oppervlak m <sup>2</sup>	82.756	82.475
Markthuur / Contracthuur	102%	104%
Bezettingsgraad	92,8%	94,6%
Gem. looptijd huurcontracten (financieel)	3,8	3,0
<b>Kantoren</b>		
Aantal objecten	10	10
Aantal huurcontracten	39	41
Netto verhuur oppervlak m <sup>2</sup>	60.830	60.486
Markthuur / Contracthuur	97%	92%
Bezettingsgraad	66,7%	69,4%
Gem. looptijd huurcontracten (financieel)	4,9	5,8

De beleggingen in direct vastgoed namen in het eerste halfjaar van 2015 toe met €0,1 miljoen tot €306,4 miljoen.

### Onroerend goed in exploitatie

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2015	31-12-2014
Stand begin boekjaar	306.259	316.327
Aankopen	2.014	0
Investeringen	446	2.530
Verhuurkortingen	-99	1.232
Verkopen	0	-6.706
Waarderingsresultaten	-2.232	-7.124
<b>Totaal</b>	<b>306.388</b>	<b>306.259</b>

In het eerste halfjaar van 2015 heeft één aankoop plaatsgevonden met een totale koopsom van €2,0 miljoen. In het eerste halfjaar van 2015 hebben geen verkopen plaatsgevonden.

Met ingang van 2013 worden verhuurkortingen niet onder de overige vorderingen opgenomen, maar maken deze onderdeel uit van de fair value van het vastgoed in exploitatie.

Het direct vastgoed verdeeld naar segment op 30 juni 2015 en ultimo 2014 was als volgt:

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2015	%	31-12-2014	%
Kantorenportefeuille	79.292	26%	79.705	26%
Winkelportefeuille	227.096	74%	226.554	74%
<b>Totaal</b>	<b>306.388</b>	<b>100%</b>	<b>306.259</b>	<b>100%</b>

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

### Huurders

Binnen de kantorenportefeuille maken de 10 grootste huurders 75% van de omvang van de huurcontracten uit. Dit hoge percentage wordt veroorzaakt doordat één huurder (DLA Piper) meer dan 30% voor haar rekening neemt. Bij de winkelportefeuille is de spreiding van de huurders qua omvang van de huurcontracten groter. De winkelportefeuille bestaat uit 55 winkelpanden met 75 verschillende huurders. Het aandeel van de top tien huurders is 59% van de huuropbrengsten. Het Fonds streeft naar spreiding over meerdere huurders.

### Top 10 huurders

	%
<b>Kantoren</b>	
DLA Piper	32%
Rijksgebouwendienst	8%
EY	6%
PWC	5%
ENCI	5%
Koningskinderen	4%
AbbVie	4%
St. Geschillencom. Consumentenzaken	4%
ING Bank	4%
Fugro-Jason	3%
Overige huurders	25%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>
<b>Winkels</b>	
V&D	14%
Ahold	12%
Jumbo	8%
Bestseller	5%
A.S. Watson	4%
Esprit	4%
Scotch & Soda	3%
Mexx Holding	3%
Blokker	3%
Jeans Centre	3%
Overige huurders	41%
<b>Totaal</b>	<b>100%</b>

### V&D

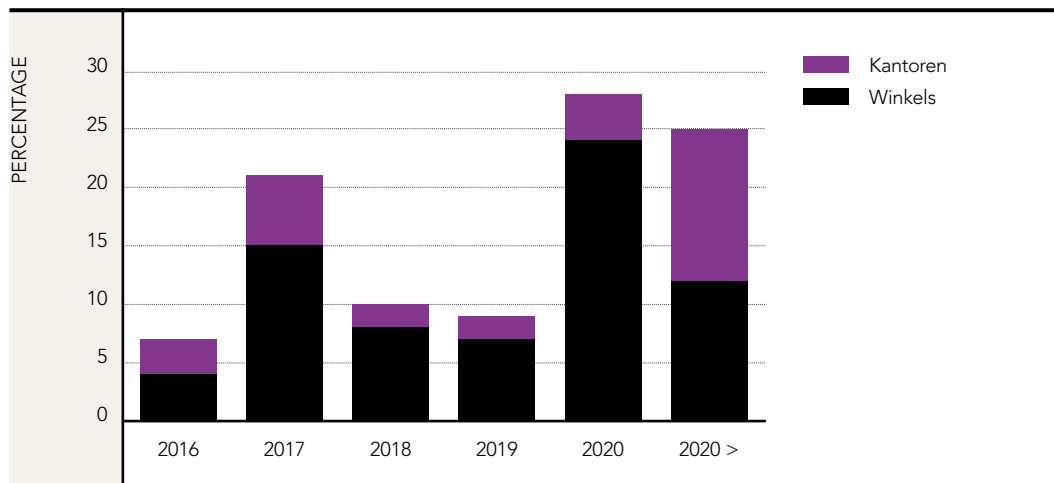
Op 19 januari 2015 kondigde de eigenaar van V&D, Sun Capital, onverwachts aan vier maanden geen huur te willen betalen. Daarnaast verlangde het een huurverlaging van meer dan 30% van verhuurders voor alle 63 locaties van het warehouse. Medio februari bereikte de Manager een overeenstemming over een tijdelijke huurkorting tot 30 juni 2015. Inmiddels heeft het Fonds de onderhandelingen over nieuwe huurcontracten met V&D afgerond en hierbij extra mogelijkheden gecreëerd om deze panden beter te kunnen benutten. De afspraken zijn nog niet geformaliseerd en zullen gelden vanaf 1 februari 2016. De situatie rondom V&D heeft geleid tot een 11% lagere waardering (€3,1 mln) van de twee panden waar V&D huurder is.

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

### Huurcontracten kantorenportefeuille

Onderstaande grafiek geeft de afloop van de huurcontracten op basis van de jaarhuren weer. De gemiddelde resterende looptijd van huurcontracten is naar 4,9 jaar gedaald (2014: 5,8 jaar). De daling wordt mede veroorzaakt doordat een aantal langlopende contracten vroegtijdig beëindigd zijn.

**Figuur 2** Afloop huurcontracten op basis van jaarhuren op 30-06-2015



De bezettingsgraad van de kantorenportefeuille is in het eerste halfjaar 2015 gedaald naar 66,7% (2014: 69,4%). Deze daling wordt onder andere veroorzaakt doordat een aantal huurders minder vierkante meters is gaan huren.

De markthuur van de kantorenportefeuille van het Fonds was op 30 juni 2013 3% lager dan de contracthuur van deze beleggingen. Ultimo 2014 was de markthuur 8% lager dan de contracthuur.

### Huurcontracten winkelportefeuille

De gemiddelde resterende looptijd van de huurcontracten van de winkelportefeuille bedroeg op 30 juni 2015 3,8 jaar (ultimo 2014: 3,0 jaar). De stijging wordt met name veroorzaakt doordat veel contracten in een winkelcentrum dat in 2005 geopend is, in 2015 verlengd zijn.

De bezettingsgraad daalde in het eerste halfjaar 2015 naar 92,8% (ultimo 2014: 94,6%).

De markthuur van de winkelportefeuille van het Fonds was op 30 juni 2015 2% hoger dan de contracthuur van deze beleggingen (ultimo 2014 was dit verschil 4%). Deze daling werd veroorzaakt doordat de markthuren gedaald zijn.

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

### Portefeuilleontwikkeling: indirect vastgoed

De beleggingen in indirect vastgoed bestonden 30 juni 2015 volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen en namen in 2015 toe met €23,4 miljoen tot €224,4 miljoen. De stijging werd veroorzaakt door een positief waarderingsresultaat van €11,4 miljoen en per saldo plus €12,0 miljoen aan- en verkopen.

(bedragen in € x 1.000)	30-06-2015	31-12-2014
Stand begin boekjaar	200.959	168.512
Aankopen	45.390	39.867
Verkopen	-33.433	-42.865
Waarderingsresultaten	11.421	35.445
<b>Stand einde boekjaar</b>	<b>224.337</b>	<b>200.959</b>

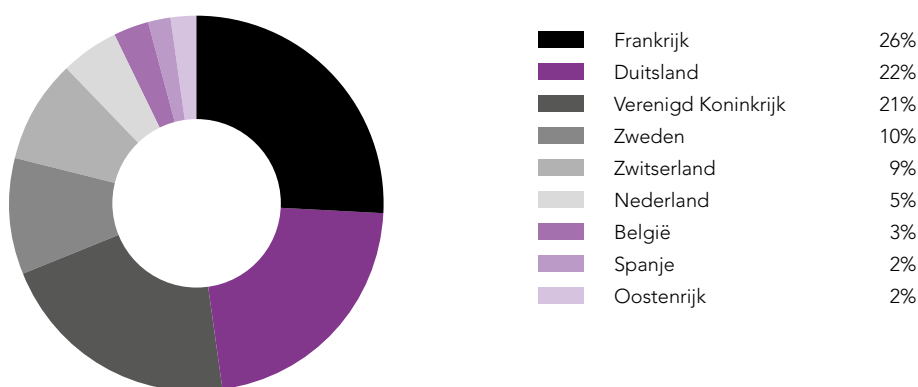
Het ontvangen dividend uit de vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2015 €5,3 miljoen (2,4%) (geheel 2014: €6,3 miljoen (3,4%)). De meeste dividenden worden uitgekeerd in het tweede kwartaal. Het dividend over geheel 2015 zal naar verwachting in lijn liggen met 2014.

In het eerste halfjaar heeft het Fonds gebruik gemaakt van de mogelijkheid om binnen de bandbreedte af te wijken van de strategische verhouding van 35% vastgoedaandelen. Het Fonds heeft een overwogen positie genomen in vastgoedaandelen en en hiermee geprofiteerd van de sterke koersstijgingen in het eerste kwartaal. In het tweede kwartaal zijn de koersen gedaald, maar per saldo heeft deze overweging positief bijgedragen aan het resultaat in het eerste halfjaar.

Het waarderingsresultaat over het eerste halfjaar 2015 bedroeg €11,4 miljoen positief. De benchmark werd hiermee met 0,10% overtroffen.

De beleggingen in vastgoedaandelen hadden op 30 juni 2015 de volgende geografische spreiding. Dit betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

**Figuur 3** Geografische spreiding vastgoedaandelen op 30-06-2015

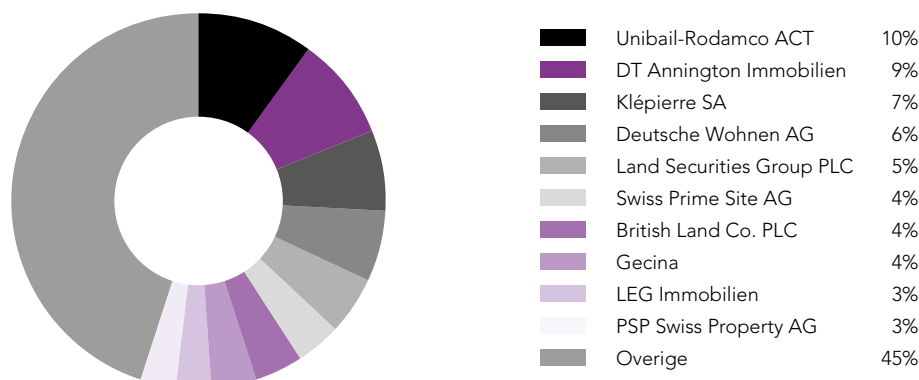




## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

De tien grootste posities vertegenwoordigden 55% van de totale waarde van de beleggingen in vastgoedaandelen en bestond uit:

**Figuur 4** 10 grootste beleggingen vastgoedaandelen op 30-06-2015



## Resultaatontwikkeling

### Resultaatontwikkeling: algemeen

De resultaten over het eerste halfjaar van 2015 zijn als volgt samen te vatten:

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Totaal operationeel inkomen	15.586	16.959
Totaal operationeel uitgaven	-4.380	-6.274
<b>Operationeel resultaat</b>	<b>11.206</b>	<b>10.685</b>
Gerealiseerde waarderingsresultaten	9.040	4.918
Financieringsresultaat	-23	-16
<b>Netto gerealiseerd investeringsresultaat</b>	<b>20.223</b>	<b>15.587</b>
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	166	11.850
<b>Resultaat na belastingen</b>	<b>20.389</b>	<b>27.437</b>

Het operationeel resultaat steeg in het eerste halfjaar 2015 ten opzichte van 2014. Dit was met name het gevolg van lagere operationele uitgaven doordat de beheervergoeding van de Manager vanaf 1 juli 2014 verlaagd is van 1,25% naar 0,55% over het eigen vermogen.

Het Fonds behaalde een positief totaal rendement van 3,9% in het eerste halfjaar van 2015 (eerste halfjaar 2014: 5,5% positief). Het positieve rendement werd behaald door zowel het directe (2,5%) als het indirecte resultaat (1,7%). Het indirecte resultaat leverde een positieve bijdrage aan het fondsresultaat doordat de waardestijging van de vastgoedaandelen de waardedaling van het direct vastgoed met €9,2 miljoen overtrof. De fondskosten bedroegen 0,3%.

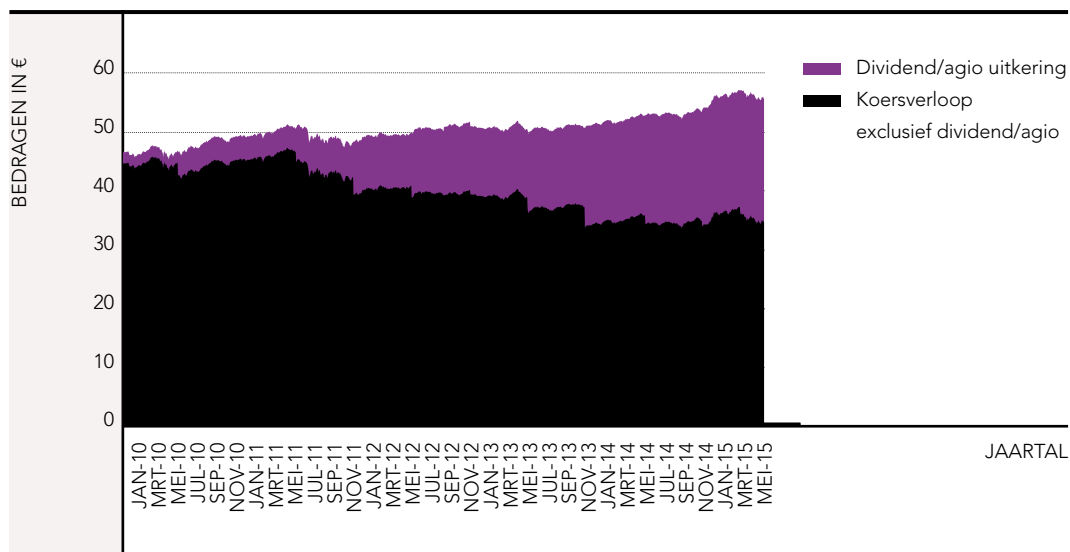
De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg 30 juni 2015 €34,62 (ultimo 2014: €34,31). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2015 een resultaat per aandeel van €1,45. Er heeft een dividenduitkering plaatsgevonden in april van €1,14 per aandeel. Het koersrendement op aandelen die vanaf 1 januari 2015 in portefeuille waren bedroeg hiermee 4,2%. Dit percentage wijkt

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

af van het eerder genoemde totaal rendement van 3,9% doordat deze 3,9% berekend is op basis van het gemiddeld aantal uitstaande aandelen en hierin ook de resultaten meegenomen zijn van aandelen die gedurende het eerste halfjaar uitgegeven zijn.

Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel vanaf 2010 ziet er als volgt uit:

**Figuur 5** Koersontwikkeling 2010 tot en met 30 juni 2015



## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

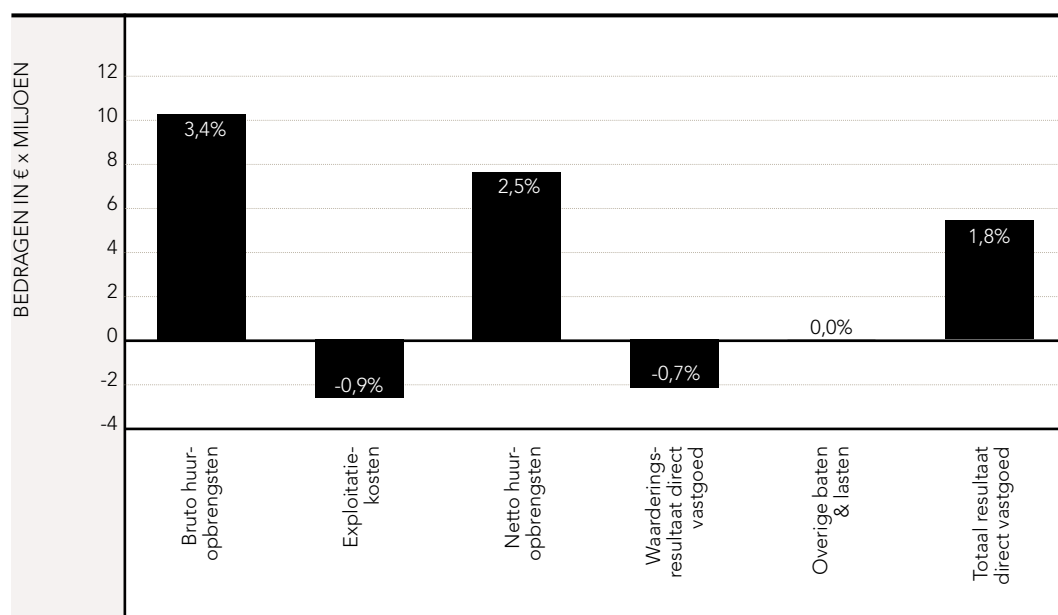
### Resultaatontwikkeling: direct vastgoed

De resultaten van het direct vastgoed over het eerste halfjaar van 2015 zijn als volgt samen te vatten:

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Bruto huuropbrengsten	10.269	11.350
Exploitatiekosten	-2.652	-2.853
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-2.232	-4.978
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	-32
Overige baten & lasten	21	172
<b>Resultaat direct vastgoed</b>	<b>5.406</b>	<b>3.659</b>

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

**Figuur 6** Direct vastgoed, opbouw resultaat eerste halfjaar 2015



#### Huuropbrengsten

De bruto huuropbrengsten bedroegen €10,3 miljoen en daarmee 3,4% van de gemiddelde waarde van het direct vastgoed in het eerste halfjaar van 2015 ten opzichte van respectievelijk €11,4 miljoen en 3,6% in dezelfde periode in 2014. De bruto huuropbrengsten zijn gedaald door een toename van de leegstand en toegenomen verhuurkortingen bij het aangaan van nieuwe huurcontracten.

#### Exploitatiekosten

De exploitatiekosten over het eerste halfjaar van 2015 bedroegen 20,3% ten opzichte van de theoretische huuropbrengsten van 21,0% in dezelfde periode vorig jaar.

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

### Waarderingsresultaat

(bedragen in € x 1.000)	6 maanden t/m 30-06-2015	%	6 maanden t/m 30-06-2014	%
Kantoren	-618	-0,8%	-1.052	-1,4%
Winkels	-1.614	-0,7%	-3.958	-1,7%
<b>Totaal</b>	<b>-2.232</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-5.010</b>	<b>-1,6%</b>

Het waarderingsresultaat van het direct vastgoed was €2,2 miljoen negatief (eerst halfjaar 2014: €5,0 miljoen negatief).

### Kantorenportefeuille

De negatieve waardeverandering (-0,8%) voor de kantorenportefeuille was minder negatief dan in dezelfde periode een jaar geleden. In het tweede kwartaal van 2015 was er een positief waarderingsresultaat, terwijl het eerste kwartaal met een negatief waarderingsresultaat werd afgesloten. De waardedaling werd voornamelijk veroorzaakt door toegenomen leegstand en niet, zoals in het recente verleden, door een toename van de yield (verhuurrisico) of lagere markthuur. Ondanks het positieve waarderingsresultaat in het tweede kwartaal blijven we voorzichtig in de vooruitzichten voor het tweede halfjaar van 2015.

### Winkelportefeuille

De lagere taxatiewaarde (-0,7%) voor de winkelportefeuille werd voornamelijk veroorzaakt door een toename van de leegstand. Binnen de winkelportefeuille zag het Fonds in het eerste halfjaar van 2015 een waardestijging van 0,6% in strategische steden en een waardedaling van haar winkels in niet-strategische steden van 9,3%.

### Resultaatontwikkeling: indirect vastgoed

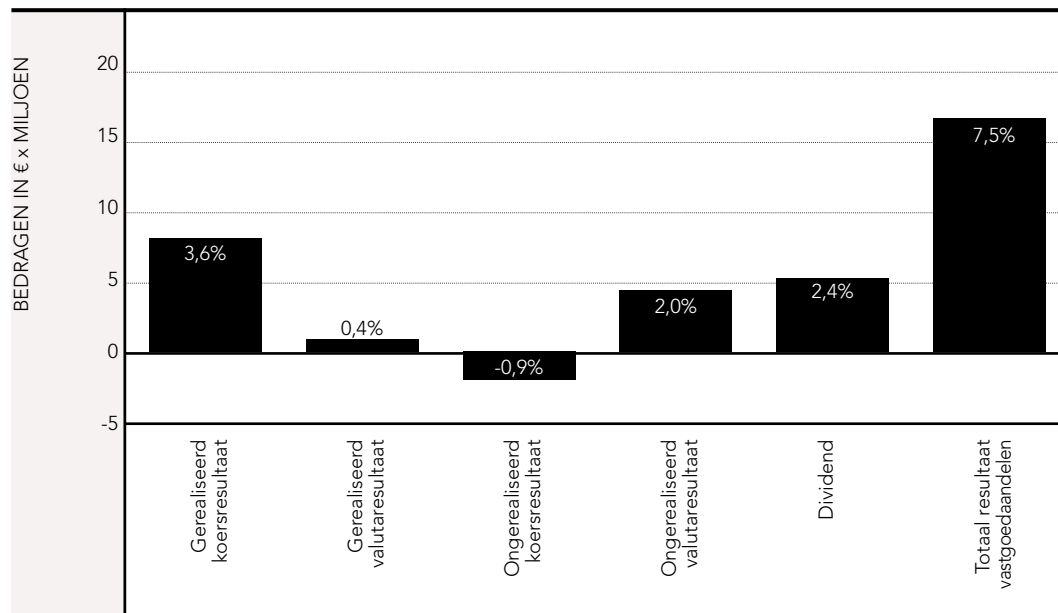
De resultaten van het indirect vastgoed zijn als volgt samen te vatten:

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Gerealiseerd koersresultaat	8.120	4.729
Gerealiseerd valutaresultaat	920	220
Ongerealiseerd koersresultaat	-2.028	15.200
Ongerealiseerd valutaresultaat	4.409	1.654
Dividend	5.296	5.437
Overige koers- en valutaresultaten	17	-25
<b>Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen</b>	<b>16.734</b>	<b>27.215</b>

De opbouw van het resultaat ten opzichte van de waarde van de vastgoedaandelen is als volgt:

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

Figuur 7 Vastgoedaandelen opbouw resultaat eerste halfjaar 2015



### Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar €6,1 miljoen (2,7%). In het eerste kwartaal liepen de koersen sterk op, in het tweede kwartaal was er een dalende trend. Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was €8,1 miljoen (3,6%). Het ongerealiseerde waarderingsresultaat bedroeg €2,0 miljoen negatief (-0,9%). Gezien de ontwikkelingen in de geopolitiek verwachten wij aanhoudende volatiliteit in deze markt.

### Valutaresultaat

Het valutaresultaat was €5,3 miljoen (2,4%). Hiervan is €0,9 miljoen (0,4%) gerealiseerd en €4,4 miljoen (2,0%) ongerealiseerd. Het positieve valutaresultaat werd veroorzaakt door een daling van de euro ten opzichte van de Britse pond, de Zwitserse frank en de Zweedse kroon.

### Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen van €5,3 miljoen daalde zowel nominaal, als in percentage van de waarde (2,4%) ten opzichte van het eerste halfjaar 2014 (respectievelijk €5,4 miljoen en 3,1%). Het percentage nam relatief meer af dan de nominale daling doordat de koersen aanzienlijk stegen in 2014 en 2015.

## Portefeuilleontwikkeling en resultaten

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

#### Direct vastgoed

De performance van het direct vastgoed wordt gemeten door MSCI en afgezet tegen de IPD Netherlands Quarterly Benchmark ("Benchmark"). Het Fonds heeft over het 1ste halfjaar 2015 volgens de methodiek van MSCI een rendement behaald van 1,6%, waar de Benchmark een rendement van 3,4% noteerde. Het relatieve resultaat van -1,8% is voor -1,4% te verklaren doordat het Fonds momenteel niet in woningen belegd is, terwijl de benchmark voor meer dan 50% uit woningen bestaat (het zogenaamde "structuur-effect"). Het segment woningen presteerde in het eerste halfjaar van 2015 beter dan alle andere segmenten binnen de Benchmark, dit verklaart grotendeels de achterblijvende performance. De overige -0,4% is toe te wijzen aan het rendement van de direct vastgoedportefeuille dat achterblijft bij de benchmark (het zogenaamde "object-effect"). Het direct rendement van 2,4% was 0,2% lager dan de Benchmark. Het indirect rendement van -0,8% bleef 1,6% achter op de Benchmark. Het Fonds presteerde met haar winkelportefeuille (2,0% versus 1,8%) beter dan het segment winkels binnen de Benchmark, maar bleef met haar kantorenportefeuille achter (0,6% versus 3,5%) op het segment kantoren binnen de Benchmark.

#### Indirect 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 over het 1ste halfjaar 2015 op haar beleggingen in beursgenoteerde vastgoedaandelen 0,10% meer rendement dan de benchmark. De beleggingen leverden het Fonds een rendement op van 7,81%, terwijl de benchmark uitkwam op 7,70%. Dit positieve relatieve resultaat werd vrijwel volledig veroorzaakt door investeringsbeslissingen op het niveau van individuele aandelen.

#### Verhouding direct en indirect vastgoed

In het eerste halfjaar 2015 bedroeg de gemiddelde verhouding van direct vastgoed en vastgoedaandelen respectievelijk 57,0% en 43,0%, ten opzichte van de strategische verdeling van 65% direct vastgoed en 35% vastgoedaandelen. De tactische positie in vastgoedaandelen had een positieve bijdrage aan het resultaat van 0,37%.

1) De methodiek van MSCI inzake de IPD Netherlands Quarterly Benchmark wijkt af van boekhoudkundige methodiek van het Fonds en niet alle kosten worden door de Benchmark meegenomen. De resultaten zoals door MSCI gepresenteerd sluiten derhalve niet aan bij de resultaten zoals gemeld in dit verslag, maar geven wel een zuivere vergelijking ten opzichte van de Benchmark. Hetzelfde is het geval bij de resultaten van indirect vastgoed, waar in deze analyse de resultaten zoals gemeten door de asset manager AXA IM weergegeven worden.

# Jaarrekening

per 30 juni 2015

# Balans

voor resultaatbestemming (bedragen in € x 1.000)

		30-06-2015	31-12-2014
	TOELICHTING		
<b>ACTIVA</b>			
<b>Vastgoed beleggingen</b>			
Direct vastgoed	1.1	306.388	306.259
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	224.337	200.959
		<b>530.725</b>	<b>507.218</b>
<b>Vorderingen en overlopende posten</b>			
Debiteuren	2.1	139	69
Te vorderen servicekosten	2.2	6	37
Vorderingen en overlopende activa	2.3	2.871	6.273
Belastingvorderingen	2.4	828	321
		<b>3.844</b>	<b>6.700</b>
<b>Overige activa</b>			
Liquide middelen	3.1	21.319	8.579
		<b>21.319</b>	<b>8.579</b>
<b>TOTAAL ACTIVA</b>		<b>555.888</b>	<b>522.497</b>
<b>PASSIVA</b>			
<b>Kortlopende schulden</b>			
Crediteuren	4.1	230	101
Overige kortlopende passiva	4.2	8.093	11.083
		<b>8.323</b>	<b>11.184</b>
<b>Eigen vermogen</b>			
Geplaatst aandelenkapitaal	5	15.816	14.902
Agioreserve	5	660.734	628.802
Herwaarderingsreserve	5	41.310	40.638
Overige reserve	5	-190.684	-218.182
Onverdeeld resultaat	5	20.389	45.153
		<b>547.565</b>	<b>511.313</b>
<b>TOTAAL PASSIVA</b>		<b>555.888</b>	<b>522.497</b>



# Winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000)

		6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
	TOELICHTING		
<b>OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN</b>			
Bruto huuropbrengsten direct vastgoed	6	10.269	11.350
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	7	5.296	5.437
Interestbaten	8	0	11
Overige baten & lasten		21	172
<b>TOTAAL OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN</b>		<b>15.586</b>	<b>16.970</b>
<b>WAARDERINGSRESULTATEN</b>			
<b>Gerealiseerde waardeveranderingen</b> 9.1			
Gerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed		0	-32
Gerealiseerd koersresultaat indirect vastgoed		8.120	4.729
Gerealiseerd valutaresultaat indirect vastgoed		920	220
		<b>9.040</b>	<b>4.917</b>
<b>Ongerealiseerde waardeveranderingen</b> 9.2			
Ongerealiseerd waarderingsresultaat direct vastgoed		-2.232	-4.978
Ongerealiseerd koersresultaat indirect vastgoed		-2.028	15.200
Ongerealiseerd valutaresultaat indirect vastgoed		4.409	1.654
		<b>149</b>	<b>11.876</b>
<b>Overige koers- en valutaresultaten</b>		17	-25
<b>TOTAAL WAARDERINGSRESULTATEN</b>		<b>9.206</b>	<b>16.768</b>
<b>TOTAAL BEDRIJFSRESULTAAT</b>		<b>24.792</b>	<b>33.738</b>
<b>KOSTEN</b>			
Exploitatiekosten	10.1	-2.652	-2.853
Beheerkosten	10.2	-1.453	-3.163
Bewaarkosten	10.3	-130	-137
Interestlasten	10.4	-23	-27
Overige kosten	10.5	-145	-121
<b>TOTAAL KOSTEN</b>		<b>-4.403</b>	<b>-6.301</b>
<b>OPERATIONEEL RESULTAAT</b>		<b>20.389</b>	<b>27.437</b>
Belastingen		-	-
<b>TOTAAL RESULTAAT NA BELASTINGEN</b>		<b>20.389</b>	<b>27.437</b>

# Kasstroomoverzicht

(bedragen in € x 1.000)

		30-06-2015	31-12-2014
	TOELICHTING		
<b>Kasstroom uit operationele activiteiten</b>			
Bedrijfsresultaat		20.389	45.153
Gerealiseerde waardeveranderingen	9.1	-9.040	-10.603
Ongerealiseerde waardeveranderingen	9.2	-149	-17.718
Aankopen / investeringen direct vastgoed	1.1	-2.460	-2.530
Aankopen beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	-45.390	-39.867
Verkopen direct vastgoed	1.1	-	6.706
Verkopen beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.2	33.433	42.865
Mutatie kortlopende vorderingen	2	2.955	-4.890
Mutatie kortlopende schulden	4	-2.861	5.121
<b>KASSTROOM UIT OPERATIONELE ACTIVITEITEN</b>		<b>-3.123</b>	<b>24.237</b>
<b>Kasstroom uit investeringsactiviteiten</b>			
Uitgifte aandelen	5	32.846	20.000
Uitgekeerd dividend	5	-16.983	-22.925
Uitgekeerd agio	5	0	-20.000
Mutatie schulden aan kredietinstellingen	4	0	0
<b>KASSTROOM UIT INVESTERINGSACTIVITEITEN</b>		<b>15.863</b>	<b>-22.925</b>
<b>NETTO KASSTROOM</b>		<b>12.740</b>	<b>1.312</b>
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		-	-
<b>MUTATIE LIQUIDE MIDDELEN</b>		<b>12.740</b>	<b>1.312</b>

# Toelichting

## Toelichting op de balans

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

### 1 Vastgoed beleggingen

#### 1.1 Direct vastgoed

	30-06-2015	31-12-2014
Onroerend goed in exploitatie		
Stand begin boekjaar	306.259	316.327
Aankopen	2.014	0
Investeringen	446	2.530
Verhuurkortingen	-99	1.232
Verkopen	0	-6.706
Gerealiseerd waarderingsresultaat	0	359
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	-2.232	-7.483
<b>Totaal</b>	<b>306.388</b>	<b>306.259</b>

In het eerste halfjaar van 2015 heeft één aankoop plaatsgevonden met een totale koopsom van €2,0 miljoen. In het eerste halfjaar van 2015 hebben geen verkopen plaatsgevonden.

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

	30-06-2015	31-12-2014
Kantorenportefeuille	79.292	79.705
Winkelportefeuille	227.096	226.554
<b>Totaal</b>	<b>306.388</b>	<b>306.259</b>

#### 1.2 Beursgenoteerde vastgoedaandelen

	30-06-2015	31-12-2014
Stand begin boekjaar	200.959	168.512
Aankopen	45.390	39.867
Verkopen	-33.433	-42.865
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	9.040	10.244
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	2.381	25.201
<b>Totaal</b>	<b>224.337</b>	<b>200.959</b>

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

## Toelichting

### 2 Vorderingen en overlopende posten

#### 2.1 Debiteuren

	30-06-2015	31-12-2014
Debiteuren	453	431
Voorziening dubieuze debiteuren	-314	-362
<b>Totaal</b>	<b>139</b>	<b>69</b>

#### 2.2 Te vorderen servicekosten

	30-06-2015	31-12-2014
Servicekosten	43	60
Voorziening servicekosten	-37	-23
<b>Totaal</b>	<b>6</b>	<b>37</b>

#### 2.3 Vorderingen en overlopende activa

	30-06-2015	31-12-2014
Dividend vorderingen	184	71
Leningen aan huurders	217	229
Nog te ontvangen bedragen	772	0
Te ontvangen inzake vastgoedaandelen	0	4.841
Overige vorderingen	1.698	1.132
<b>Totaal</b>	<b>2.871</b>	<b>6.273</b>

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

#### 2.4 Belastingvorderingen

	30-06-2015	31-12-2014
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	828	321
<b>Totaal</b>	<b>828</b>	<b>321</b>

## Toelichting

### 3 Overige activa

#### 3.1 Liquide middelen

	30-06-2015	31-12-2014
Banksaldi	21.319	8.579
<b>Totaal</b>	<b>21.319</b>	<b>8.579</b>

### 4 Kortlopende schulden

#### 4.1 Crediteuren

	30-06-2015	31-12-2014
Crediteuren	230	101
<b>Totaal</b>	<b>230</b>	<b>101</b>

#### 4.2 Overige kortlopende passiva (korter dan 1 jaar)

	30-06-2015	31-12-2014
Waarborgsommen	63	63
Vooruitontvangen huur	2.700	2.535
Nog te betalen beheervergoeding	665	717
Nog te betalen accountantskosten	55	99
Nog te betalen administratievergoeding	99	0
Nog te betalen belastingen	701	656
Nog te betalen inzake vastgoedaandelen	0	0
Nog te betalen aan participanten	0	3.046
Overige kortlopende schulden	3.810	3.967
<b>Totaal</b>	<b>8.093</b>	<b>11.083</b>

## Toelichting

### 5.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

	Geplaatst Aandelen Kapitaal	Agio reserve	Herwaarderings- reserve	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
<b>Stand 1 januari 2014</b>	14.326	629.378	44.943	-202.724	3.162	489.085
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	3.162	-3.162	0
Uitkering dividend	0	0	0	-22.925	0	-22.925
Uitkering agio	0	-20.000	0	0	0	-20.000
Uitgifte aandelen	576	19.424	0	0	0	20.000
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	-4.305	4.305	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	45.153	45.153
<b>STAND 31 DECEMBER 2014</b>	<b>14.902</b>	<b>628.802</b>	<b>40.638</b>	<b>-218.182</b>	<b>45.153</b>	<b>511.313</b>
Resultaat voorgaand boekjaar	0	0	0	45.153	-45.153	0
Uitkering dividend	0	0	0	-16.983	0	-16.983
Uitkering agio	0	0	0	0	0	0
Uitgifte aandelen	914	31.932	0	0	0	32.846
Mutatie herwaarderingsreserve	0	0	672	-672	0	0
Resultaat lopend boekjaar	0	0	0	0	20.389	20.389
<b>STAND 30 JUNI 2015</b>	<b>15.816</b>	<b>660.734</b>	<b>41.310</b>	<b>-190.684</b>	<b>20.389</b>	<b>547.565</b>

### 5.2 Resultaat per aandeel

(bedragen x 1 €)	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Opbrengst uit beleggingen	1,11	1,18
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	0,64	0,34
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	0,01	0,83
Fondskosten	-0,31	-0,44
<b>Resultaat per aandeel</b>	<b>1,45</b>	<b>1,91</b>
Belastingen	0,00	0,00
<b>Resultaat per aandeel na belastingen</b>	<b>1,45</b>	<b>1,91</b>

## Toelichting

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

(aantallen x 1.000)	ASR Leven	ASR Bewaarder	Totaal
Stand per begin boekjaar	12.344	2.558	14.902
Aandelen transacties	-261	261	0
Uitgifte certificaten	914	0	914
<b>Totaal</b>	<b>12.997</b>	<b>2.819</b>	<b>15.816</b>

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

Per 30-06-2015 en op het moment van opstellen van het halfjaarbericht zijn er geen opgenomen activa of verplichtingen die niet uit de balans blijken.

## Toelichting

### Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen in € x 1.000 tenzij anders aangegeven)

#### 6 Bruto huuropbrengsten direct vastgoed

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Theoretische huuropbrengsten	13.004	13.583
Leegstand	-2.026	-1.913
Verhuurkortingen	-709	-320
<b>Bruto huuropbrengsten</b>	<b>10.269</b>	<b>11.350</b>

#### 7 Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

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

#### 8 Interestbaten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.

#### 9 Waarderingsresultaten

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

##### 9.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	0	5
Direct vastgoed negatief	0	-37
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>0</b>	<b>-32</b>
<b>Indirect vastgoed</b>		
Koersresultaat positief	8.120	4.729
Koersresultaat negatief	0	0
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>8.120</b>	<b>4.729</b>
Valutare resultaat positief	920	220
Valutare resultaat negatief	0	0
<b>Totaal valutare resultaat</b>	<b>920</b>	<b>220</b>
<b>TOTAAL GEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN</b>	<b>9.040</b>	<b>4.917</b>



## Toelichting

### 9.2 Gerealiseerde waardeveranderingen

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
<b>Direct vastgoed</b>		
Direct vastgoed positief	7.087	1.353
Direct vastgoed negatief	-9.319	-6.331
<b>Totaal direct vastgoed</b>	<b>-2.232</b>	<b>-4.978</b>
<b>Indirect vastgoed</b>		
Koersresultaat positief	0	15.200
Koersresultaat negatief	-2.028	0
<b>Totaal koersresultaat</b>	<b>-2.028</b>	<b>15.200</b>
Valutaresultaat positief	4.409	1.654
Valutaresultaat negatief	0	0
<b>Totaal valutaresultaat</b>	<b>4.409</b>	<b>1.654</b>
<b>TOTAAL ONGEREALISEERDE WAARDEVERANDERINGEN</b>	<b>149</b>	<b>11.876</b>

## 10 Kosten

### 10.1 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 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Onderhoudskosten	992	1.775
Vaste lasten	477	439
Leegstand servicekosten	461	156
Taxatiekosten	58	50
Overige exploitatiekosten	664	433
<b>Totaal</b>	<b>2.652</b>	<b>2.853</b>

Onder vaste lasten vallen aan vastgoed in exploitatie gerelateerde belastingen en verzekeringen, onder andere onroerend zaak belasting, rioolbelasting en opstal- en glasverzekeringen.

### 10.2 Beheerkosten

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	1.444	3.152
Bewaarloon Custodian	9	11
<b>Totaal</b>	<b>1.453</b>	<b>3.163</b>

## Toelichting

### Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De Manager van het Fonds, ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V., ontvangt met ingang van 1 juli 2014 een beheervergoeding van 0,55% op jaarbasis, daarvoor bedroeg de beheervergoeding 1,25%.

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 is afhankelijk 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.

### 10.3 Bewaarkosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €197 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor het direct vastgoed;
- €63 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de vastgoedaandelen.

### 10.4 Interestlasten

Hieronder vallen de interestlasten van het rekening courantkrediet.

### 10.5 Overige kosten

	6 maanden t/m 30-06-2015	6 maanden t/m 30-06-2014
Accountantskosten	57	55
Overige kosten	88	66
<b>Totaal</b>	<b>145</b>	<b>121</b>

De hier opgenomen kosten zijn inclusief niet terug te vorderen btw. De overige kosten betreffen voornamelijk advieskosten.

### Werknemers

Het Fonds heeft in 2015 geen personeel in dienst (2014: 0).

## Toelichting

### Portefeuille direct vastgoed

#### Kantoren

Plaats	Straat
Amsterdam	Amstelveenseweg
Breda	Meerten Verhoffstraat
Breda	Coorhoornstraat
Den Haag	Bordewijklaan
Hilversum	Ceintuurbaan
Rotterdam	Coolsingel
's-Hertogenbosch	Pettelaarpark
Utrecht	Euclideslaan
Utrecht	Maliebaan
Zwolle	Zuiderzeelaan

#### Winkels

Plaats	Straat
Alphen aan de Rijn	Van Manderslostraat
Amersfoort	Utrechtse straat
Amsterdam	Leidsestraat
Amsterdam	Kalverstraat
Bergen op Zoom	Zuivelstraat
Bergen op Zoom	Stationstraat
Breda	Houtmarkt
Breda	Eindstraat
Dordrecht	Sarisgang
Eindhoven	Woensel
Etten-Leur	Markt
Etten-Leur	Burchtplein
Groningen	Dierenriemstraat
Haarlem	Barteljorisstraat
Haarlem	Grote Houtstraat
Haarlem	Grote Houtstraat / Koningstraat
Haarlem	Barteljorisstraat
Hellevoetsluis	Struytse Hoek
Krimpen a/d IJssel	Raadhuisplein
Leeuwarden	Ruiterskwartier
Leeuwarden	Wirdumerdijk / Aytasteeg
Leeuwarden	Wirdumerdijk
Maastricht	Wolfstraat
Middelburg	Lange Delft
Nijmegen	Zwanenveld
Oosterhout	Arendstraat
Oss	Heubelstraat / Monsterstraat
Oss	Heuvel / Peperstraat
Oss	Fabriekstraat / Kerkstraat / Walplein
Rotterdam	Coolsingel
Rotterdam	Korte Lijnbaan

---

## Toelichting

### Winkels (vervolg)

Plaats	Straat
Rotterdam	Lijnbaan
's-Hertogenbosch	Hoge Steenweg
's-Hertogenbosch	Hinthamerstraat / Gasselstraat
's-Hertogenbosch	Gasselstraat
Utrecht	Choorstraat
Utrecht	Steenweg
Veldhoven	Pleintjes
Venlo	Lomstraat
Voorburg	Koningin Julianaplein
Voorburg	De Els
Zaandam	Gedemptegracht
Zeist	Slotlaan / Hoek Weeshuislaan
Zwolle	Diezerstraat / Nieuwstraat
Zwolle	Diezerstraat / Koningsplein
Zwolle	Nieuwstraat

## Toelichting

### Portefeuille vastgoedaandelen op 30 juni 2015

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	%
<b>Belgie</b>	Befimmo SCA	2.194	
	Cofinimmo	4.357	
		<b>6.551</b>	<b>2,92%</b>
<b>Duitsland</b>	Deutsche Euroshop AG	4.514	
	Deutsche Wohnen AG	13.864	
	LEG Immobilien	7.377	
	TAG Immobilien	2.625	
	DT Annington Immobilien	20.967	
	<b>49.347</b>	<b>22,00%</b>	
<b>Frankrijk</b>	Fonciere des Regions	6.410	
	Gecina	8.070	
	Icade	6.013	
	Klépierre SA	14.993	
	Mercialys	2.032	
	Unibail-Rodamco ACT	21.537	
	<b>59.055</b>	<b>26,32%</b>	
<b>Nederland</b>	Eurocommercial Property NV	4.194	
	Vastned Retail NV	1.811	
	Wereldhave	4.101	
	<b>10.106</b>	<b>4,51%</b>	
<b>Oostenrijk</b>	CA-Immobilien Anlagen AG	3.108	
	Conwert Immobilien Inv	1.477	
	<b>4.585</b>	<b>2,04%</b>	
<b>Spanje</b>	Merlin Properties	5.407	
	<b>5.407</b>	<b>2,41%</b>	
<b>Verenigd Koninkrijk</b>	British Land Co. PLC	9.437	
	Cap Count PTY	3.757	
	Derwent London PLC	4.035	
	Great Portland Estates PLC	3.228	
	Hammerson PLC	6.210	
	Land Securities Group PLC	10.622	
	Liberty International PLC	2.735	
	Lon & Stan PTY	1.047	
	Segro PLC	3.438	
	Shaftesbury	2.872	
		<b>47.381</b>	<b>21,12%</b>
<b>Zweden</b>	Castellum AB	5.088	
	Fabege AB	3.899	
	Hemfosa Fastigheter AB	1.875	
	Hufvudstaten AB	3.216	
	Kungsleden AB	2.258	
	Wihlborg Fastigheter AB	2.932	
	Wallenstam Byggnads AB	3.059	
	<b>22.327</b>	<b>9,95%</b>	
<b>Zwitserland</b>	Mobimo Holdeing AG	2.195	
	PSP Swiss Property AG	7.299	
	Swiss Prime Site AG	10.084	
	<b>19.578</b>	<b>8,73%</b>	
<b>TOTAAL BELEGGINGEN VASTGOEDAANDELEN</b>		<b>224.337</b>	<b>100%</b>



© 2015

**Tekst**

ASR Vastgoed Vermogensbeheer B.V.

**Ontwerp**

Cascade - visuele communicatie, Amsterdam

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