



α.s.r. real assets investment partners en α.s.r. vermogensbeheer

De toegevoegde waarde van actief
beheerd beursgenoteerd vastgoed
in een beleggingsportefeuille

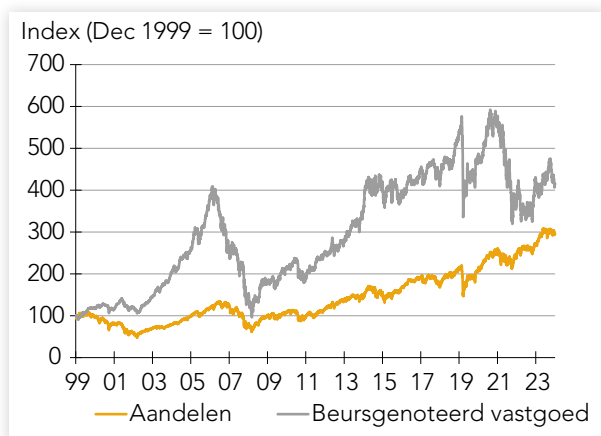
Met naderende veranderingen in het pensioenlandschap, gedreven door de Wet toekomst pensioenen ('Wtp'), staat menig pensioenfonds en -verzekeraar voor verschillende uitdagingen op meerdere vlakken. Denk hierbij aan de in te richten matching- en returnportefeuilles. Ideeën hierover worden momenteel breed verspreid, zo ook door [a.s.r. vermogensbeheer](#). [a.s.r. real assets investment partners](#) houdt zich, met name op het gebied van real assets, bezig met de denkrichtingen voor de beleggingsportefeuilles van (Nederlandse) pensioenfondsen en verzekeraars in het Wtp-tijdperk. In deze themavisie wordt ingegaan op de toegevoegde waarde van beursgenoteerde vastgoedaandelen, bijvoorbeeld in een returnportefeuille in het Wtp-tijdperk.

In onze vorige [themavisie](#) over beursgenoteerd vastgoed vormde de stelling 'beursgenoteerd vastgoed is ook vastgoed' de rode draad. Deze stelling wordt in deze themavisie vanuit een andere aanvliegroute benaderd, namelijk het nuanceren van de stelling 'beursgenoteerde vastgoedaandelen zijn toch ook gewoon aandelen?'. Waarbij we eveneens in willen gaan op de wijze waarop wij denken dat beursgenoteerd vastgoed het beste kan worden ingevuld. Waar de AFM en sommige investeerders pleiten voor 'passief beheer, tenzij', zetten wij in deze themavisie uiteen waarom actief beheerd beursgenoteerd vastgoed past in een beleggingsportefeuille.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen hebben hun eigen karakteristieken

Een van de grootste uitdagingen voor institutionele beleggers is het diversifiëren van de beleggingsportefeuille. Over niet-beursgenoteerd vastgoed is al consensus bereikt over de diversifiërende waarde die het heeft ten opzichte van onder andere aandelen, obligaties, private equity, infrastructuur en natural capital. Het zou beargumenteerd kunnen worden dat de diversifiërende waarde van vastgoed wegvalt als het beursgenoteerd is. Beursgenoteerde vastgoedaandelen kennen net als 'reguliere aandelen', en in tegenstelling tot niet-beursgenoteerd vastgoed, een dagelijkse handelskoers. De dagelijkse pricing van vastgoedaandelen zorgt op zijn beurt weer voor volatiliteit. Deze volatiliteit is hoger dan die voor reguliere aandelen, maar op de lange termijn zijn de rendementen van beursgenoteerd vastgoed ook hoger (Figuur 1). Al met al is de rendementsrisicoverhouding van beursgenoteerd vastgoed vergelijkbaar met die van 'reguliere aandelen' (tabel 1)¹.

Figuur 1: Beursgenoteerd vastgoed heeft hoger rendement en hogere volatiliteit dan aandelen



Bron: Bloomberg, berekeningen a.s.r. Vermogensbeheer
Opmerkingen: Gebaseerd op maandelijkse data. Beursgenoteerd vastgoed = EPRA Europe Developed total return index. Aandelen = MSCI Europe total return index. Rendementen in EUR.

Tabel 1: De rendementsrisicoverhouding is vergelijkbaar met aandelen

	Aandelen	Beursgenoteerd vastgoed
Jaarlijks rendement	5,5%	6,3%
Volatiliteit	17%	23%
Sharpe ratio	0,18	0,17

Bron: Bloomberg, berekeningen a.s.r. Vermogensbeheer
Opmerkingen: Gebaseerd op maandelijkse data van 2000-2024. Beursgenoteerd vastgoed = EPRA Europe Developed total return index. Aandelen = MSCI Europe total return index. Voor het risicovrije rendement in de Sharpe Ratio berekening is de 10-jaars Duitse staatsrente gebruikt.

1 Wij richten ons in dit artikel met name op Europees beursgenoteerd vastgoed.

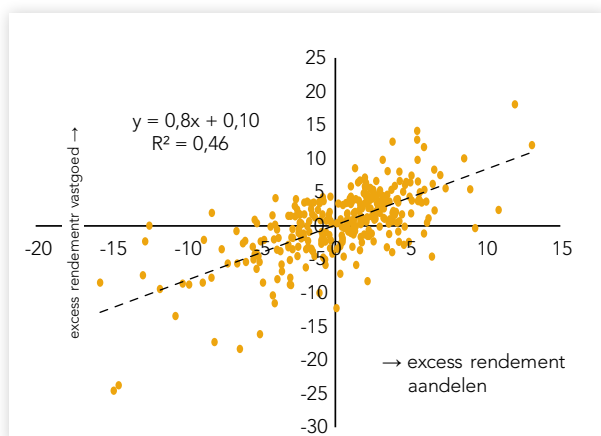
Een langetermijn-beleggingshorizon is voor ons vanzelfsprekend. Daarom is het van belang om in te gaan op de diversifiërende waarde die beursgenoteerd vastgoed met name op de lange termijn kan hebben in een beleggingsportefeuille. Door a.s.r. vermogensbeheer is recent een analyse gedaan naar Europees beursgenoteerd vastgoed. De bevindingen worden in de volgende paragraaf uiteengezet.

Kenmerken van beursgenoteerd vastgoed ten opzichte van aandelen

Het rendement van Europees beursgenoteerd vastgoed lijkt mee te bewegen met Europese aandelen; de CAPM (Capital Asset Pricing Model) bèta van vastgoed is 0,8 en is statistisch significant (Figuur 1). Een bèta van 1 geeft aan dat vastgoedrendementen één-op-één meebewegen met de rendementen van de brede aandelenmarkt. Beursgenoteerd vastgoed beweegt dus wel mee met de aandelenmarkt, maar niet één-op-één.

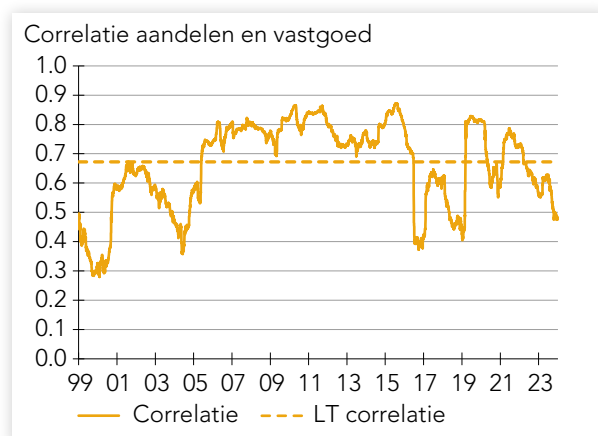
Verder is de langetermijn-correlatie tussen de rendementen van aandelen en vastgoed 0,7 (Figuur 2). In het algemeen geldt dat zolang de correlatie tussen twee beleggingscategorieën minder is dan 1, er een mogelijkheid is voor diversificatie. Hierbij moet wel worden gezegd dat de correlatie van rendementen tussen aandelen en vastgoed sterk beweegt en dat beursgenoteerd vastgoed een subcategorie is van aandelen. Samengevat betekent dit dat men geen hoge verwachtingen moet hebben van de diversifiërende waarde van beursgenoteerd vastgoed in vergelijking met aandelen.

Figuur 2: Beursgenoteerd vastgoed beweegt niet één-op-één mee met aandelen



Bron: Bloomberg, berekeningen a.s.r. Vermogensbeheer
Opmerkingen: Data loopt van 1999-2024. Beursgenoteerd vastgoed = EPRA Europe Developed total return index. Aandelen = MSCI Europe total return index.

Figuur 3: De correlatie tussen beursgenoteerd vastgoed en aandelen is beweeglijk, maar niet één-op-één



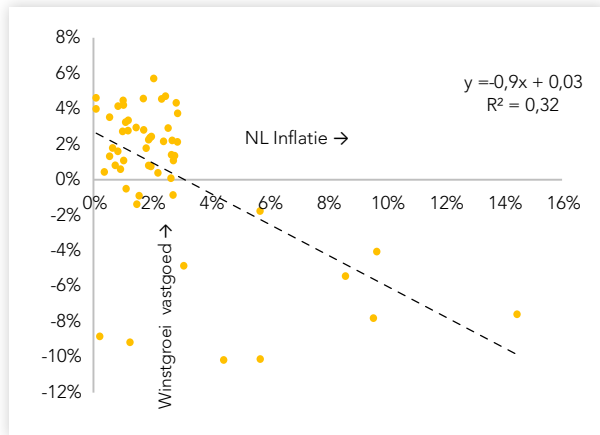
Bron: Bloomberg, berekeningen a.s.r. Vermogensbeheer
Opmerkingen: Data loopt van 1999-2024. Correlatie is gebaseerd op een 1-jaars voortschrijdende horizon. Beursgenoteerd vastgoed = EPRA Europe Developed total return index. Aandelen = MSCI Europe total return index.

Wel lijkt beursgenoteerd vastgoed redelijk goed te beschermen tegen (Nederlandse) inflatie. De winsten van beursgenoteerde vastgoedbedrijven bewegen namelijk mee met inflatie. Een simpele vergelijking van inflatie met de winsten van beursgenoteerd vastgoed laat dit niet zien. Opgenschijnlijk lijkt er zelfs een negatief verband te zijn tussen de winstgroei van beursgenoteerd vastgoed en inflatie (Figuur 4).

Dit ogenschijnlijk negatieve verband wordt veroorzaakt door het 'korterente-effect'. Bij een stijgende inflatie verhoogt normaliter de Europese Centrale Bank de beleidsrente. Hogere beleidsrentes hebben doorgaans een negatief effect op de herwaarderingen van vastgoedbeleggingen. Negatieve herwaarderingen komen op hun beurt terecht in de gerapporteerde winstcijfers van beursgenoteerde vastgoedbedrijven². Dit korterente-effect vertroebelt het daadwerkelijke verband tussen inflatie en vastgoed. Europees beursgenoteerd vastgoed reageert relatief sterk op korte rentes (Figuur 5).

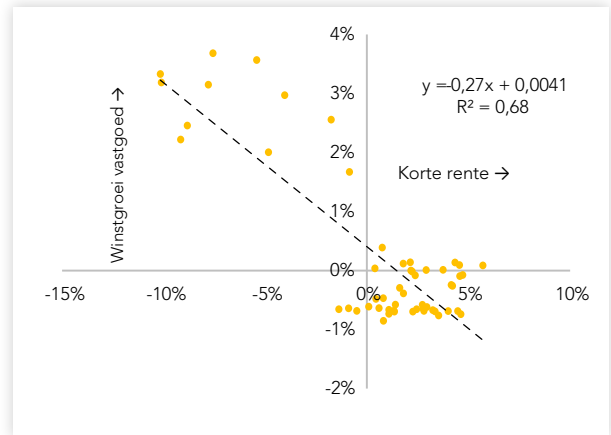
² De ECB reageert op eurozone-inflatie en niet op Nederlandse inflatie, maar de twee hangen samen. Dus kan het aangenomen worden dat de ECB haar beleidsrente verhoogt in een periode waarin de Nederlandse inflatie omhoog gaat.

Figuur 4: Op het eerste gezicht lijkt het verband tussen inflatie en winstgroei van beursgenoteerd vastgoed negatief te zijn



Bron: Bloomberg, AVB berekeningen
Opmerkingen: Data loopt van 2000-2024. De proxy voor winst is het verschil van kwartaal-op-kwartaal (in %) van het 5-jaars voortschrijdend gemiddelde van EBIT van de EPRA Europe Ex-UK index. Inflatie is de gemiddelde jaar-op-jaar NL inflatie per kwartaal.

Figuur 5: Maar dat komt omdat beursgenoteerd vastgoed sterk reageert op de korte rente



Bron: Bloomberg, AVB berekeningen
Opmerkingen: Data loopt van 2011-2024. De proxy voor winst is het verschil van kwartaal-op-kwartaal (in %) van het 5-jaars voortschrijdend gemiddelde van EBIT van de EPRA Europe Ex-UK index. Korte rente is het rendement op 1-jaars Duitse staatsobligaties.

Als voor de korte rente wordt gecorrigeerd, lijken de winsten van vastgoedbedrijven wel degelijk mee te bewegen met Nederlandse inflatie. Voor elke 1% inflatie groeien de winsten van beursgenoteerde vastgoedbedrijven met 0,44% (Tabel 2). Interessant is ook dat deze 'inflation passthrough' van beursgenoteerd vastgoed hoger is dan die van 'reguliere aandelen' (Tabel 3). Beursgenoteerd vastgoed lijkt dus beter te beschermen tegen Nederlandse inflatie dan 'reguliere aandelen'.

Tabel 2: 'Winsten van beursgenoteerde vastgoed-bedrijven bewegen mee met inflatie...

Verklarende variabele: Winstgroei Europees beursgenoteerd vastgoed

Regression Statistics					
Multiple R	0.9				
R Square	0.8				
Adjusted R Square	0.7				
Standard Error	0.0				
Observations	54				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	4	0.1	0.0	39.1	0.0
Residual	49	0.0	0.0		
Total	53	0.1			
	Coef-ficients		t Stat	P-value	
Intercept	0.0	0.0	2.0	0.1	
real gdp eurozone	-0.8	0.3	-2.7	0.0	
Inflation NL lag1	0.4	0.2	2.5	0.0	
1Y Bund yield	-3.5	0.4	-9.5	0.0	
Corona dummy	0.0	0.0	-2.8	0.0	

Bron: Bloomberg, AVB-berekeningen
Opmerkingen: Data loopt van 2011-2024. Vastgoed = EPRA Europe Ex-UK index, Inflatie = NL inflatie j/j van een jaar terug. Want huren worden vaak geïndexeerd op basis van inflatie van een jaar geleden.

Tabel 3: ...dat geldt in mindere mate voor 'reguliere aandelen'

Verklarende variabele: Winstgroei Europese aandelen

Regression Statistics					
Multiple R	0.8				
R Square	0.6				
Adjusted R Square	0.6				
Standard Error	0.0				
Observations	54				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	3	0.0	0.0	27.0	0.0
Residual	50	0.0	0.0		
Total	53	0.0			
	Coefficients		t Stat	P-value	
Intercept	0.0	0.0	-4.9	0.0	
real gdp eurozone	3.0	0.5	5.8	0.0	
Inflation NL	0.2	0.0	4.6	0.0	
1Y Bund yield	0.5	0.1	4.9	0.0	
Corona dummy	0.0	0.0	-2.8	0.0	

Bron: Bloomberg, AVB-berekeningen
Opmerkingen: Data loopt van 2011-2024. Aandelen = MSCI Europe index.

Beursgenoteerd vastgoed is volatiel, maar lijkt niet een wezenlijk andere rendementsrisicoverhouding te hebben dan 'reguliere aandelen'. En hoewel beursgenoteerd vastgoed meer met aandelen meebeweegt dan direct vastgoed, is de correlatie tussen beursgenoteerd vastgoed en aandelen niet 1. Het biedt alsnog enige diversificatie. Daarnaast lijkt beursgenoteerd vastgoed op de lange termijn beter te beschermen tegen inflatie dan 'reguliere aandelen' en passen de relatief stabiele kasstromen van vastgoed goed bij een langetermijn-beleggingshorizon.

Al met al geeft voorgaande analyse aan dat beursgenoteerd vastgoed een alternatief kan zijn voor beleggers die toegang willen tot vastgoed, maar niet willen of kunnen beleggen in direct vastgoed. Op de lange termijn kan beursgenoteerd vastgoed hetzelfde rendement behalen als vergelijkbaar direct vastgoed, immers de onderliggende objecten maken onderdeel uit van dezelfde vastgoedbeleggingsmarkt. Daarnaast kan beursgenoteerd vastgoed ook dienen als aanvulling op een directe vastgoedportefeuille, bijvoorbeeld als flexibele schil. Via een algemene Europese aandelenindex is de allocatie naar vastgoed $\leq 1\%$, waarbij de spreiding over landen en sectoren kleiner is vergeleken een Europese vastgoedaandelenindex (EPRA Developed Europe).

Actief versus passief beheer

Dit brengt ons bij de vraag: 'Dient beursgenoteerd vastgoed passief of actief te worden ingevuld?'.

In de afgelopen jaren is de populariteit van Exchange Traded Funds (ETFs) aanzienlijk toegenomen om uiteenlopende redenen. Denk hierbij aan onderzoeken die stellen dat actieve fondsen op de lange termijn niet beter presteren dan diens benchmarks (AFM, 2011). Het is alleen wel de vraag of dit een onaantastbaar argument moet zijn bij beursgenoteerd vastgoed om ETFs te prefereren boven actieve strategieën.

Momenteel zien we beleggers vaker opteren voor aangepaste ETFs, waarbij er varianten worden bedacht op bestaande indices. Bijvoorbeeld ESG-varianten, uitsluitingen van controversiële bedrijven of regionaal aangepaste varianten van een bestaande ETF. Dit zijn feitelijk ook actieve beslissingen die passief worden geïmplementeerd. In de basis kan de (groeierende) vraag naar aangepaste ETFs een behoefte naar actievere beleggingsstrategieën betekenen, maar dan met de kenmerken van een ETF. Actief beheer met een vastgoedvisie kan zorgen voor een positieve relatieve performance. Beursgenoteerd vastgoed toont namelijk gelijkenissen met niet-beursgenoteerd vastgoed. Bijvoorbeeld door, wanneer de vooruitzichten van een specifieke vastgoedsector rooskleurig zijn, ervoor te kiezen om de desbetreffende sector zwaarder te wegen in de beleggingsportefeuille ten opzichte van de benchmark. Anderzijds kan er ook voor worden gekozen om op momenten sectoren minder zwaar te wegen ten opzichte van de benchmark.

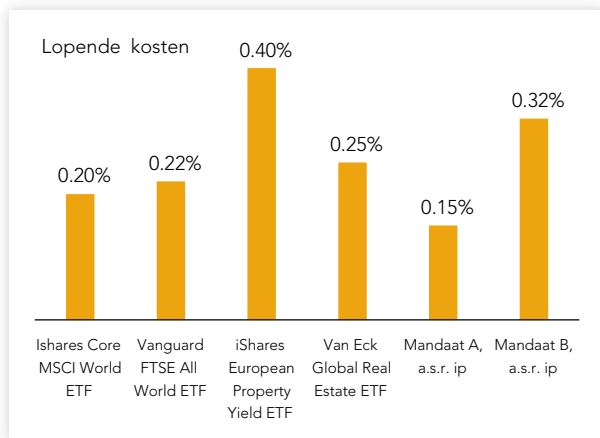
Wat a.s.r. real assets investment partners betreft is ESG op zich een reden om actieve mandaten voor beursgenoteerd vastgoed te prefereren boven actieve fondsen en passieve beleggingsstrategieën. Het grootste voordeel van het opzetten van een mandaat is dat de klantwensen beter kunnen worden bediend. Een actief mandaat stelt de belegger in staat om specifieke ESG-thema's neer te leggen bij het management van beursgenoteerde vastgoedbedrijven (engagement). Daarnaast kan de ESG-informatievoorziening groter zijn bij het beleggen via een actief mandaat. Een actieve beleggingsstrategie verschaft tevens de mogelijkheid om op het niveau van bedrijven in te spelen op ESG-ontwikkelingen ten gunste van de relatieve performance.

Een nog niet genoemde uitdaging voor institutionele beleggers is het kostenbeheer van een multi-asset class beleggingsportefeuille. Hierbij is het principiële idee de kosten zo laag mogelijk te houden om de nettorendementen zo hoog mogelijk te krijgen. In het geval van beursgenoteerd vastgoed wordt dan vaak de keuze gemaakt voor ETFs. Hierbij vragen we ons af of het kostenaspect een onaantastbaar argument is om te kiezen voor passieve beleggingsoplossingen bij beursgenoteerd vastgoed. Om deze vraag te beantwoorden verwijzen wij opnieuw naar het principiële idee van kostenbeheer, namelijk de nettorendementen zo hoog mogelijk krijgen. Als wordt gekeken naar de lopende kosten (total expense) van de bekendste vastgoed ETFs³ valt het op dat deze niet per se veel lager liggen dan de bekendste ETFs voor reguliere aandelen (bijvoorbeeld MSCI World, zie Figuur 6) én enkele actieve mandaten in beheer voor onze klanten⁴.

3 In de praktijk kunnen afspraken worden gemaakt, waarbij wordt afgeweken van de gerapporteerde lopende kosten.

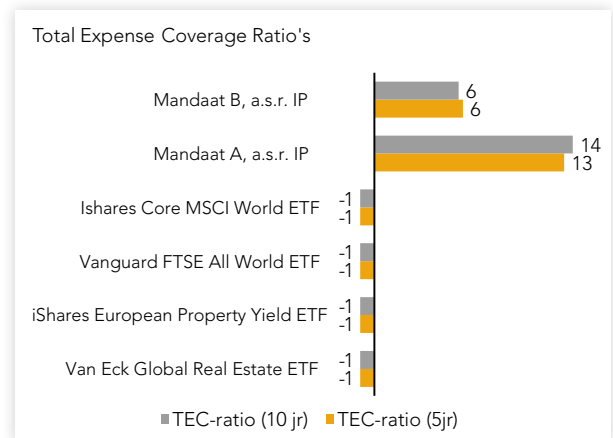
4 Mandaten in beheer bij externe asset managers.

Figuur 6: Management fees van vastgoed ETFs zijn niet veel lager dan voor 'reguliere aandelen'



Bron: Morningstar, a.s.r. real assets investment partners, 2025

Figuur 7: Een vergelijking van 'management fee coverage ratio' van verschillende ETFs



Bron: Morningstar, a.s.r. real assets investment partners, 2025

Bij passieve oplossingen wordt het benchmarkrendement gevolgd, dat vervolgens moet worden verminderd met de lopende kosten om tot een nettorendement te komen. In principe laat een ETF altijd een negatieve relatieve performance zien, zij het beperkt tot een paar basispunten. Bij een actieve oplossing kan het nettorendement niet alleen worden aangetast door de lopende kosten, het nettorendement kan tevens hoger / lager liggen door de relatieve performance. Een andere manier van kostenbenadering is door te kijken naar de total expense coverage ratio ('TEC-ratio'), waarbij wordt gekeken naar de verhouding tussen het geannualiseerde relatieve resultaat en de jaarlijkse lopende kostenfactor. Bij a.s.r. real assets investment partners hanteren wij een TEC-ratio van 1,5 om te bepalen of een actief beheerd mandaat vanuit kostenaspect toegevoegde waarde heeft. Het getal van 1,5 geeft hierbij aan dat het relatieve resultaat de lopende kosten anderhalf keer goedmaakt.

Doordat het uitgangspunt van een ETF is dat deze hetzelfde rendement behaalt als de benchmark, zal een ETF altijd een TEC-ratio van -1 behalen. Het relatieve resultaat van een ETF is in principe namelijk altijd gelijk aan de lopende kosten, hiermee dus negatief. Als wij kijken naar de langjarige TEC-ratio's van de mandaten, die a.s.r. real assets investment partners monitort, en TEC-ratio's berekenen voor ETFs (Figuur 7) kan worden geconcludeerd dat actief beleggen in beursgenoteerd vastgoed historisch heeft geloond voor de klanten van a.s.r. real assets investment partners.

Actief beheer vergt proactieve monitoring

In de basis kan a.s.r. real assets investment partners zich vinden in een conclusie van de AFM dat een actieve beleggingsstrategie aanbevolen moet worden als deze van toegevoegde waarde is voor de beleggers (AFM, 2011). Daarbij dient de actieve beleggingsstrategie te worden afgestemd met de behoefte van een belegger.

Als opnieuw de stelling wordt gevolgd dat beursgenoteerd vastgoed gelijkenissen toont met niet-beursgenoteerd vastgoed, kan ook het volgende worden geconcludeerd:

- niet iedere actieve beleggingsstrategie past bij iedere belegger;
- niet iedere asset manager is goed in het uitvoeren van een actieve beleggingsstrategie;
- een actieve beleggingsstrategie kan per asset manager verschillen;
- asset managers kunnen niet excelleren in alle soorten actieve beleggingsstrategieën.

Het is belangrijk dat een gekozen asset manager voldoende ruimte krijgt om te excelleren binnen de overeengekomen richtlijnen, namelijk een positieve relatieve performance behalen. Echter, dient er ook ruimte te zijn voor gesprekken en discussie over de uitvoering van een actieve beleggingsstrategie. Door eigen ontwikkelde tools en vastgoedvisie ('Houseview a.s.r. real assets investment partners') monitort a.s.r. real assets investment partners beleggingsportefeuilles én de asset managers proactief. Waarbij a.s.r. real assets investment partners niet enkel afhankelijk is van de rapportages die een asset manager aanlevert én het tijdstip van aanlevering. Hierdoor houdt a.s.r. real assets investment partners zicht op het beleggingsuniversum binnen beursgenoteerd vastgoed en is a.s.r. real assets investment partners in staat het klantbelang zo goed mogelijk te behartigen door de managers uit te blijven dagen.

Terugblik en samenvatting

Resumerend kunnen in deze themavisie de volgende conclusies worden getrokken:

- Beursgenoteerd vastgoed kan een alternatief zijn voor beleggers die niet willen of kunnen beleggen in direct vastgoed. Daarnaast kan beursgenoteerd vastgoed een directe vastgoedportefeuille aanvullen, bijvoorbeeld als flexibele schil.
- Hoewel beursgenoteerd vastgoed meer met 'reguliere aandelen' meebeweegt dan direct vastgoed, is de correlatie tussen beursgenoteerd vastgoed en aandelen niet 1. Het biedt alsnog enige diversificatie.
- Beursgenoteerd vastgoed lijkt op de lange termijn beter te beschermen tegen inflatie dan 'reguliere aandelen'.
- Door gedeelde kenmerken met niet-beursgenoteerd vastgoed kan een actieve beleggingsstrategie, op basis van een fundamentele vastgoedvisie, lonend zijn.
- Actieve beleggingsstrategieën voor beursgenoteerd vastgoed kunnen goedkoper zijn dan vastgoed-ETFs;
- Om tot de juiste actieve beleggingsstrategie te komen is het cruciaal dat de klantwensen worden vertaald in een strategie, waarbij de uitvoering hiervan proactief gemonitord dient te worden.

Voor meer informatie neem contact op met:



Raphie Hayat

senior beleggingsstrateeg bij a.s.r. vermogensbeheer
raphie.hayat@asr.nl



Gideon Agyemang

senior portfolio manager bij a.s.r. real assets investment partners
gideon.agyemang@asr.nl



Alexandra Heerbaart

portfolio analyst bij a.s.r. real assets investment partners
alexandra.heerbaart@asr.nl

Disclaimer

Dit is een publicitaire mededeling bestemd voor professionele beleggers. Beleggen brengt risico's met zich mee. U kunt uw geld verliezen. Behaalde resultaten uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Bij het maken van beleggingsbeslissingen moet rekening worden gehouden met alle kenmerken en doelstellingen van het beleggingsproduct, zoals beschreven in het prospectus van het beleggingsproduct. Dit bericht is zo zorgvuldig mogelijk samengesteld. Desondanks is het mogelijk dat informatie in dit bericht niet volledig of niet volledig juist is. Aansprakelijkheid als gevolg van deze publicitaire mededeling wordt niet aanvaard.

Publicatiedatum: 22 mei 2025