

# Succesvolle vastgoedbeleggingsstrategieën

## EEN ONDERZOEK NAAR VASTGOEDBELEGGINGSSTRATEGIEËN VAN 42 NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN OVER DE PERIODE 2005-2024

Jan-Willem Dijkhuis<sup>1</sup>

### INLEIDING

Vastgoedbeleggingen maken al decennialang deel uit van de beleggingsportefeuille van de meeste Nederlandse pensioenfondsen (IVBN, 2013). Oorspronkelijk investeerden deze pensioenfondsen in Nederlands vastgoed, waaronder veel woningen. Pensioenfondsen zijn sinds 2000, overwegend via vastgoedfondsen, meer internationaal gaan beleggen en hebben uiteenlopende vastgoedbeleggingsstrategieën ontwikkeld. Tegelijkertijd is het aandeel directe beleggingen bij pensioenfondsen gedaald van meer dan 90% in 1980, 81% in 1995 tot minder dan 15% in 2014 (Teuben, 2016). In de afgelopen jaren is dat percentage verder afgenomen.

Dit artikel onderzoekt de performance van vastgoedstrategieën van 42 pensioenfondsen over de periode 2005-2024 aan de hand van de door de pensioenfondsen gepubliceerde jaarverslagen. Mede aan de hand van het Capital Asset Pricing Model wordt getracht verklaringen te vinden waarom sommige pensioenfondsen goede resultaten realiseren en andere pensioenfondsen achterblijven met hun performance op hun vastgoedportefeuille. Het onderzoek tracht een antwoord te geven op de vraag welke vastgoedbeleggingsstrategieën succesvol zijn en welke niet. Er wordt daarbij gekeken naar de omvang van de portefeuille, de allocatie naar beursgenoteerd, de geografische allocatie en de mate van risico-aversie.

### BELANGRIJKSTE CONCLUSIES OVER DE PERIODE 2005-2024

1. Pensioenfondsen met grote vastgoedbeleggingsportefeuilles hebben overwegend goede performances laten zien en renderden beter dan pensioenfondsen met kleine vastgoedbeleggingsportefeuilles.
2. De meeste pensioenfondsen hebben de markt niet kunnen verslaan over een periode van 20 jaar. Het (ongewogen) gemiddelde nettorendement van de 42 vastgoedportefeuilles van pensioenfondsen bedroeg 5,13%. De internationale vastgoedbeleggingsmarkt deed op vergelijkbare basis in die periode ca. 5,7%.
3. Pensioenfondsen met een hoge allocatie naar Nederland, realiseerden opvallend vaak een hoge alpha (outperformance) bij een lage bèta. Voor pensioenfondsen die overwegend binnen Europa in vastgoed belegden, waren de resultaten nog iets gunstiger. Veelal ging het om relatief kleine pensioenfondsen met binnen Europa een sterke allocatie naar Nederland en dan specifiek naar woningen.<sup>2</sup>

4. Uitzonderingen bevestigen de regel. Het pensioenfonds met het hoogste gemiddelde rendement voerde in overwegende mate een wereldwijd beursgenoteerde vastgoedstrategie.
5. Het belang van beursgenoteerde vastgoedbeleggingen als onderdeel van de vastgoedbeleggingsstrategie is afgenomen. Deze strategie wordt steeds vaker gezien als onderdeel van de algemene aandelenportefeuille van een pensioenfonds.
6. De gemiddelde allocatie naar vastgoed bij 42 pensioenfondsen bedroeg 9,9%. Eind 2024 was dat percentage 9,3%.
7. De groei van vastgoedbeleggingen in Amerika, Azië en Pacific is tot stilstand gekomen en is teruggelopen ten faveure van Europees vastgoed.

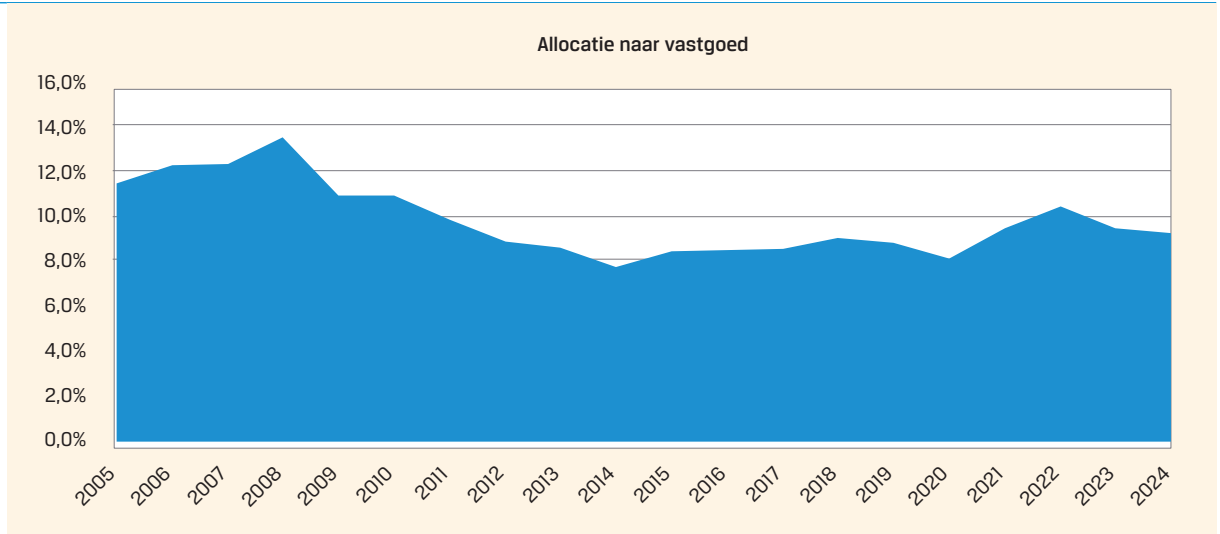
### VASTGOEDBELEGGINGSSTRATEGIEËN VAN PENSIOENFONDSEN <sup>3</sup>

Pensioenfondsen kunnen kiezen voor een Nederlandse vastgoedstrategie of een internationale vastgoedstrategie. Daarnaast kunnen pensioenfondsen kiezen voor een strategie waarbij belegd kan worden in beursgenoteerd en niet-beursgenoteerde vastgoed. Ook kunnen pensioenfondsen randvoorwaarden stellen aan het te lopen risico binnen de vastgoedbeleggingsstrategie. Deze strategische keuzes zullen hieronder kort worden

Jan-Willem Dijkhuis  
Managing Director bij Lymos



**Figuur 1**  
Gemiddelde allocatie naar vastgoed door NL-pensioenfondsen over de periode 2005-2024



behandeld. Sectorallocatie (woningen, winkels, kantoren, etc.) blijft buiten de scope van dit onderzoek.

**ALLOCATIE VAN VASTGOED BINNEN DE BELEGGINGSPORTEFEUILLE**

De 42 pensioenfondsen hadden ultimo 2024 een belegd vermogen van € 1.554 miljard waarvan € 184 miljard was belegd in vastgoed. In 2005 bedroeg het belegd vermogen van de 42 onderzochte pensioenfondsen € 491 miljard waarvan € 57 miljard in vastgoed was belegd.

De allocatie naar vastgoed over de periode 2005-2024 laat een afwisselend beeld zien, zoals getoond in figuur 1. De gemiddelde allocatie naar vastgoed bedraagt 9,9% over de periode 2005-2024.

De (ongewogen) gemiddelde allocatie van de 42 pensioenfondsen naar vastgoed is wel afgenomen van 11,6% naar 9,3% (zie figuur 1). Met name fondsen die in het verleden fors belegd waren in Nederlands direct vastgoed (en daarbinnen voornamelijk in woningen) hebben hun allocatie naar vastgoed

gereduceerd. Enkele grote fondsen, waaronder ABP en PFZW zijn juist meer in vastgoed gaan beleggen.

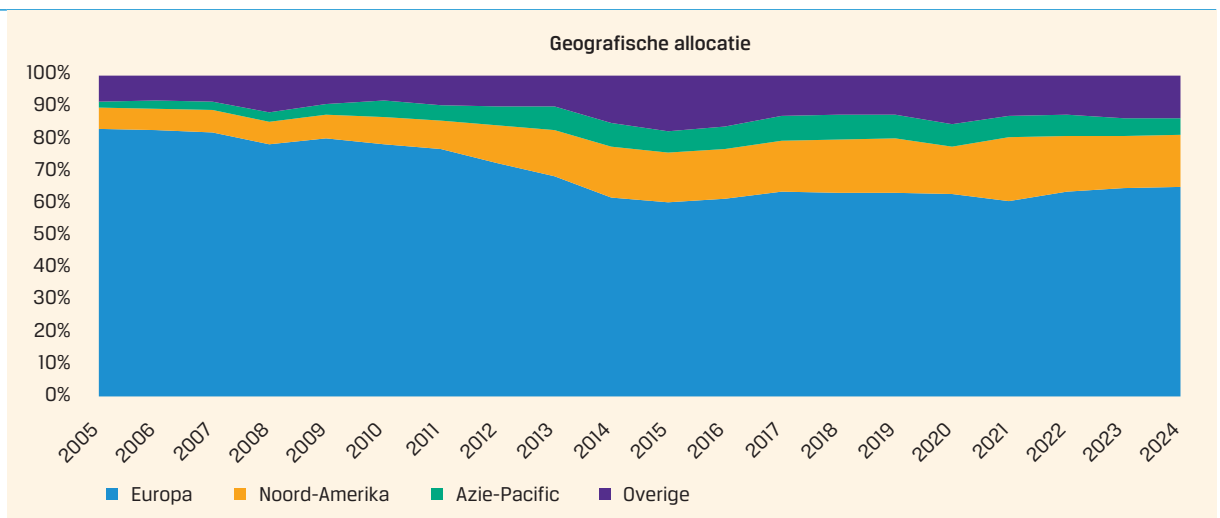
Opvallend zijn de allocatiepieken eind 2008 en 2022. Dit zijn de jaren waarbij in de overige beleggingen van pensioenfondsen (aandelen respectievelijk vastrentend) grote verliezen zijn geleden en het denominator effect een belangrijke rol speelt.

De waargenomen allocatie past in het beeld van eerdere studies waaruit blijkt dat de gemiddelde allocatie naar vastgoed door Nederlandse pensioenfondsen afneemt en de afgelopen jaren op ca. 9% zit (Arslanagic, 2017).

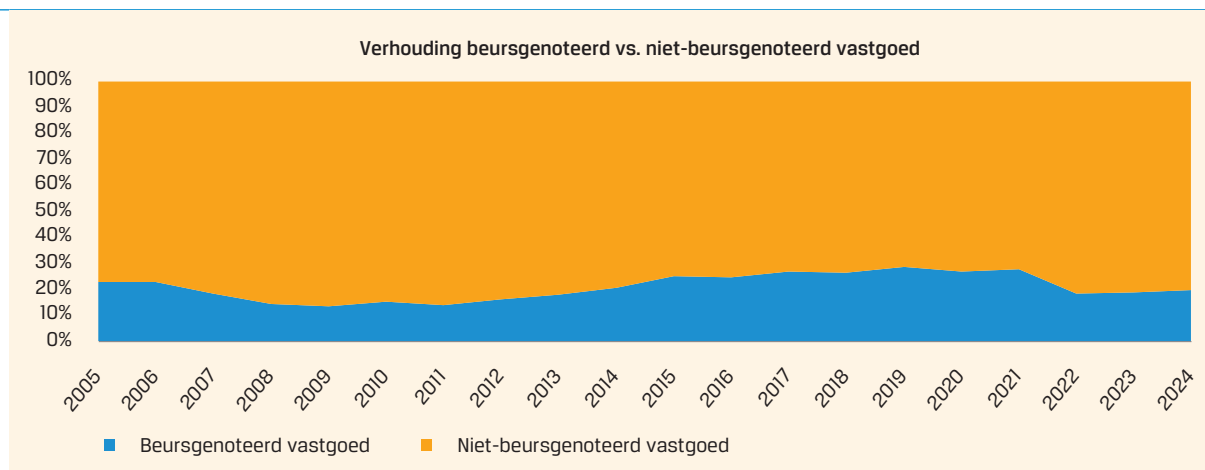
**ALLOCATIE VAN VASTGOED NATIONAAL OF INTERNATIONAAL**

De vastgoedbeleggingsstrategieën van de Nederlandse pensioenfondsen hebben een meer internationale dimensie gekregen (zie figuur 2). De allocatie naar Europese beleggingen was gemiddeld 84% in 2005. In 2024 is dat gemiddelde gedaald naar 66%. Voor Noord-Amerika steeg de gemiddelde allocatie van 6% naar 16%. Voor Azie-Pacific was eveneens een sprake van bijna een verdrievoudiging van de gemiddelde allocatie van

**Figuur 2**  
Allocatie van wereldwijde vastgoedbeleggingen 2005 vs 2024



Figuur 3  
Allocatie van  
vastgoed beursge-  
noteerd versus  
niet-beursgenoteerd



2% in 2005 naar 5,2% in 2024. Het ongespecificeerde deel van de allocatie (“Overige”) steeg van 8% in 2005 naar 13% in 2024. Dit betrof enerzijds beleggingen in andere gebieden in de wereld of niet-gespecificeerde portefeuilles.

De conclusie is hier dat de behoefte naar internationale diversificatie initieel heeft geleid tot meer belangstelling voor Amerikaanse en Pacific-Aziatische vastgoedbeleggingen. De laatste jaren stabiliseert de allocatie naar deze gebieden en neemt die af. Het merendeel van de pensioenfondsen deed zijn vastgoedbeleggingen overwegend in Europa.

Van de 42 fondsen belegden er drie uitsluitend in Nederlands vastgoed.

#### ALLOCATIE VAN VASTGOED BEURSGENOTEERD OF NIET-BEURSGENOTEERD

Bij de gemiddelde allocatie naar beursgenoteerd of naar niet-beursgenoteerd vastgoed kan sinds 2005 een verandering worden waargenomen. In 2005 was sprake van een gemiddelde (ongewogen) allocatie van 23% naar beursgenoteerd onroerend goed. In 2024 was dat percentage afgenomen naar 20% (zie figuur 3). Dit wordt ten dele veroorzaakt doordat verschillende pensioenfondsen hun beursgenoteerde vastgoedportefeuille hebben ondergebracht binnen de reguliere aandelenportefeuille. Verder kan het ten dele conjunctureel worden verklaard. De afwaardering van beursgenoteerd vastgoed in tijden van crisis gaat sneller dan de afwaarderingen van niet-beursgenoteerd vastgoed. In 2024 noteerden veel beursgenoteerde vastgoedfondsen met forse discounts ten opzichte van hun NAV terwijl niet-beursgenoteerd vastgoed werd gewaardeerd op NAV.

In 2005 waren 25 fondsen geheel of gedeeltelijk belegd in beursgenoteerd vastgoed, in 2024 waren dat er 27, een niet noemenswaardig verschil. Het hoogtepunt voor beursgenoteerd vastgoed was in 2019 toen 36 pensioenfondsen beursgenoteerd vastgoed nog als een onderdeel zagen van de vastgoedbeleggingsstrategie.

#### RENDEMENTEN EN PERFORMANCE VAN NEDERLANDSE PENSIOENFONDSEN 2005-2024

De rendementen zijn berekend op basis van het meetkundig rendement. Verder is sprake van een ongewogen rendement. Daardoor telt elke beleggingsstrategie, ongeacht de omvang van het belegd vermogen, even zwaar mee. Onderstaand zal eerst het jaarlijks gemiddelde rendement van de 42 pensioenfondsen worden afgezet tegen de Nederlandse en de Global benchmark van MSCI. Daarna zal een peergroepvergelijking en een marktvergelijking worden gemaakt voor de individuele pensioenfondsen.

#### GEMIDDELDE PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024

In figuur 4 wordt een overzicht gegeven van de jaarlijkse rendementen van de vastgoedbeleggingsstrategieën van de onderzochte 42 Nederlandse pensioenfondsen afgezet tegen enkele relevante benchmarks.

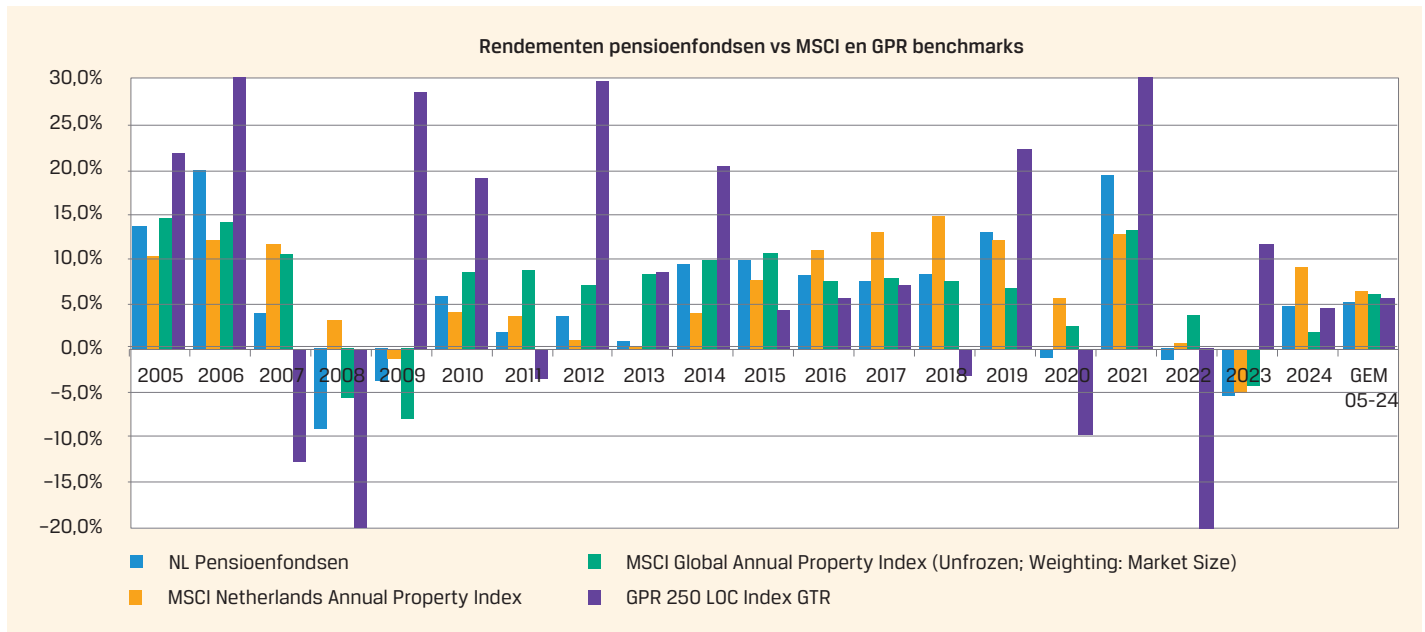
Het gemiddelde jaarlijkse nettorendement dat de pensioenfondsen behaalden op vastgoed over de periode 2005-2024 bedraagt 5,1%. Het hoogste scorende pensioenfonds haalde een gemiddeld rendement 7,0% en het laagste scorende pensioenfonds haalde een gemiddeld rendement 1,8%.

Wereldwijd beleggen in beursgenoteerd vastgoed leverde in die periode een gemiddeld rendement op van 5,7% volgens de GPR 250 LOC Index GTR reeks (Solactive, 2026).

Een belegging in Nederlands institutioneel vastgoed over dezelfde periode scoorde volgens de gehanteerde MSCI Netherlands Annual Property Index gemiddeld 6,4% per jaar (MSCI, 2005 2024). De MSCI Global Annual Property Index scoorde in die periode een gemiddeld rendement van 6,2% (MSCI, 2005 2024).

De rendementen gemeten door MSCI zijn voor aftrek van managementkosten. Op basis van een studie van Carlo, Eichholtz en Kok uit 2021 kan een schatting worden gemaakt van de kosten van beheer in Europese fondsen (Carlo, 2021). De kosten bedragen 75 basispunten voor niet-beursgenoteerd vastgoed en 8 basispunten voor beursgenoteerd vastgoed. Op basis van de gemiddelde allocatie over 20 jaar zou de gewogen gemiddelde

Figuur 4  
Vastgoedrendementen van Nederlandse pensioenfondsen afgezet tegen de GPR 250 en MSCI benchmarks periode 2005-2024



kosten op 51 basispunten uitkomen. Ook als gekeken wordt naar de rapportage in jaarverslagen van pensioenfondsen, lijken 50 basispunten als een schatting van de gewogen gemiddelde kosten, verantwoord. Het marktconforme rendement komt daarmee op 5,7% over deze periode. Op die basis is het gemiddelde nettorendement van de vastgoedbeleggingen van de Nederlandse pensioenfondsen minder dan marktconform te noemen.

Bovenstaande waarnemingen passen bij andere waarnemingen in de vastgoedsector dat het rendement op vastgoed door de jaren heen zo'n 6,0% netto bedraagt (Brounen, 2023).

**DE PEERGROUPEVERGELIJKING: DE RISICO GEWOGEN PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024**

De beleggingsstrategieën van de 42 pensioenfondsen zijn in dit onderzoek beoordeeld aan de hand van het risico gewogen rendement. Daarbij wordt gebruik gemaakt van de Security Market Line (SML). De SML is de visualisering van het Capital Asset Pricing Model, waarbij het mogelijk is een portefeuille een correlatie met de markt (universum) te kunnen toekennen aan de hand van bèta. In dit onderzoek fungeert het totaal aan 42 pensioenfondsen als een eigen universum en wordt gekeken hoe de fondsen presteren ten opzichte van elkaar.

In figuur 5 wordt de bèta van de vastgoedportefeuilles van elk van de 42 pensioenfondsen versus het door hen gemiddeld behaalde rendement (5,13%) weergegeven.

Met deze waarnemingen kan worden vastgesteld welke pensioenfondsen een (zeer) goede performance dan wel een matige tot slechte performance hebben gerealiseerd over de periode 2005-2024.

De oranje stip in figuur 5 is de marktportefeuille (bèta=1) en is feitelijk de benchmark in de peergroepvergelijking. De correlatie van de vastgoedrendementen van de individuele pensioenfondsen leidt tot de security market line zoals in figuur 5 visueel is weergegeven:

$$E[R_x] = 2,0 + \beta_x * (5,13 - 2,0)$$

Hierbij wordt de gemiddelde risicovrije rente gedurende de periode op 2% gesteld.

Op basis van deze benadering kan de performance van de individuele vastgoedbeleggingsstrategieën van de pensioenfondsen beter worden geduid.

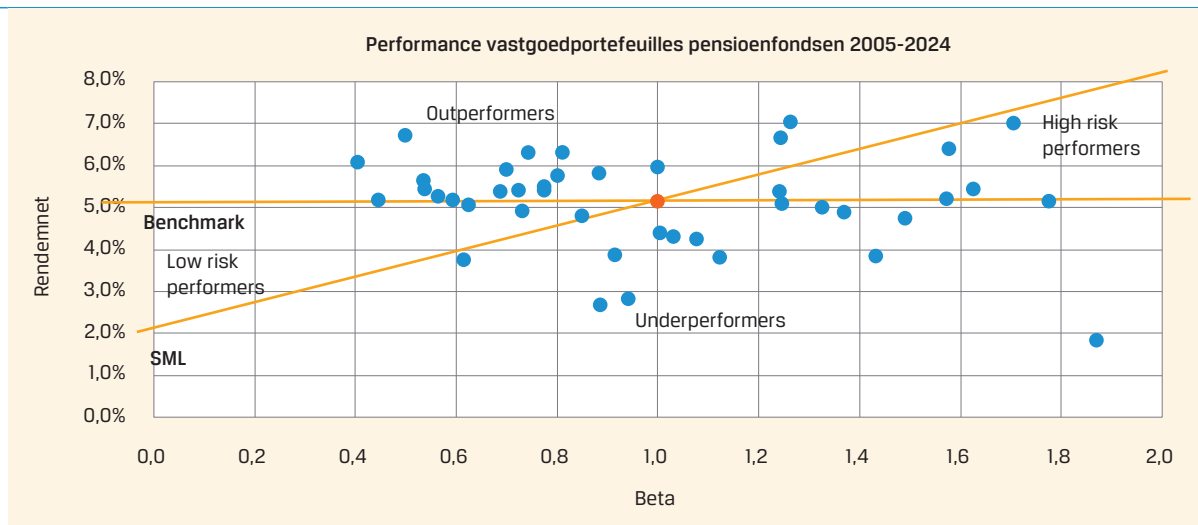
Pensioenfondsen met een positie boven de SML hebben een goede performance behaald in relatie tot het gelopen risico. Deze pensioenfondsen zijn adequaat beloond voor het door hen genomen risico. Soms is dat evenwel een matig rendement van 4-5% dat achterblijft bij het gemiddelde van de sector.

Pensioenfondsen die onder de SML zitten hebben in relatie tot het gelopen risico een matige tot slechte performance behaald. Deze fondsen zijn niet adequaat beloond voor het door hen genomen marktrisico. Soms is wel sprake van een goed rendement van 6-7%, hoger dan het gemiddelde van de sector.

De best presterende fondsen in deze figuur zitten boven de benchmark én boven de SML.

Ten behoeve van de nadere analyse van pensioenfondsen met succesvolle en mindere succesvolle vastgoedbeleggingsstrategieën wordt onderscheid gemaakt tussen vier performance typologieën:

Figuur 5  
Peergroepvergelijking:  
risico gewogen  
performance van  
vastgoed-  
portefeuilles van  
pensioenfondsen



- **Outperformers (54%).** Deze pensioenfondsen scoren een rendement hoger dan de benchmark (5,13%) en genereren een positieve alpha.
- **Underperformers (34%).** Dit zijn pensioenfondsen die een rendement hebben behaald dat lager is dan de benchmark en tevens een negatieve alpha realiseren.
- **Low risk performers (7%).** Dat zijn de pensioenfondsen die een lager rendement behalen dan de benchmark maar wel een positieve alpha genereren.
- **High return performers (14%).** Zij scoren een rendement hoger dan de benchmark maar hebben een negatieve alpha.<sup>4</sup>

Omdat de p-waarden van de meeste alpha's niet significant afwijken van nul kunnen geen harde conclusies worden getrokken maar leiden deze uitkomsten tot de volgende observaties.

Over de afgelopen twintig jaar heeft 59% van de pensioenfondsen een adequaat vastgoedbeleggingsbeleid gevoerd in relatie tot hun peers (de outperformers en de high return performers). Drie fondsen (7%, de low risk performers) kunnen zeggen dat ze op basis van het gewogen risico een passend rendement hebben gemaakt maar dat het gemiddelde rendement is achtergebleven bij de benchmark.

Tabel 1 geeft een overzicht van de gemiddelde uitkomsten van de verschillende typologieën.

In deze peergroepvergelijking hebben veel fondsen een adequate tot goede performance kunnen behalen omdat één fonds het erg slecht heeft gedaan en daarmee het gemiddelde van de groep naar beneden heeft getrokken. Een marktvergelijking in de volgende paragraaf geeft dan ook een ander beeld.

**DE MARKTVERGELIJKING: DE RISICO GEWOGEN PERFORMANCE OVER DE PERIODE 2005-2024**

In vergelijking met de vorige paragraaf wordt voor de SML de markt anders gedefinieerd. De markt in deze paragraaf wordt niet door het beleggingsuniversum van de peergroep bepaald, maar wordt afgeleid van de benchmarks van GPR, MSCI en de literatuur. Op die basis wordt hier uitgegaan van een langjarig gemiddeld marktrendement van 5,7%.

De correlatie van de vastgoedresultaten van de individuele pensioenfondsen leidt tot de security market line zoals in figuur 9 visueel is weergegeven:

$$E[R_x] = 2,0 + \beta_x * (5,7 - 2,0)$$

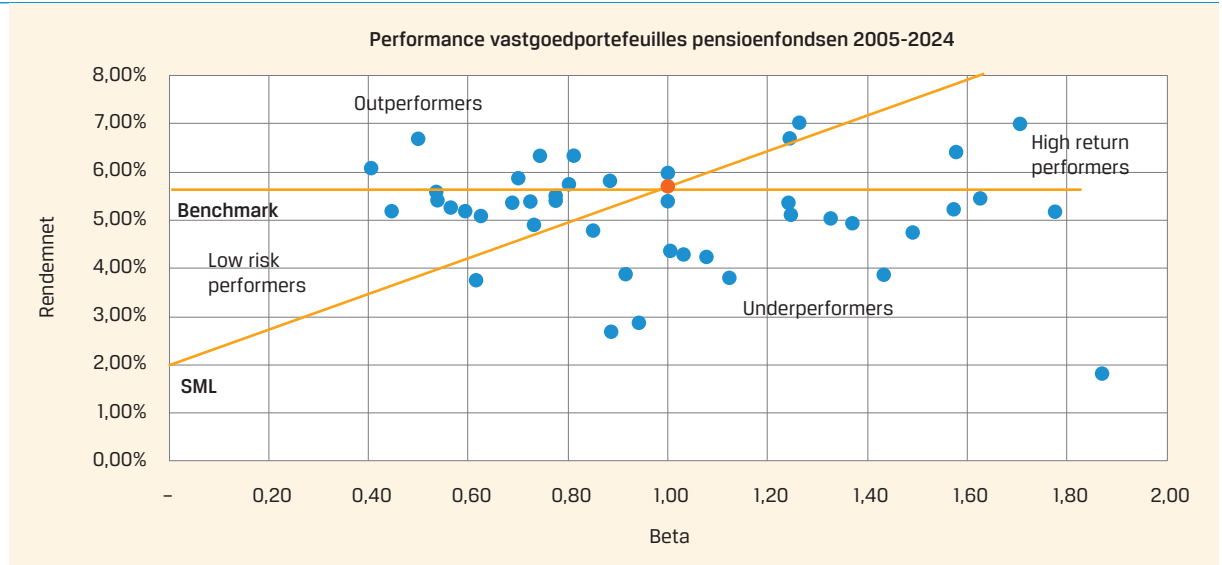
Hierbij wordt de gemiddelde risicovrije rente gedurende de periode op 2% gesteld.

Op basis van een marktrendement van 5,7% neemt het aantal pensioenfondsen dat een adequate performance op de vastgoedportefeuille behaalt, af (zie figuur 6).

Tabel 1  
Kengetallen (gemiddeld) voor de verschillende typologieën (peergroepvergelijking)

Typologie	Aandeel (%)	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Outperformers	45%	0,74	5,8%	5,2-7,0%	5,8%	4,3%	1,5%	2.222	7,5%	6,8-16,8%
Underperformers	33%	1,17	3,9%	1,8-5,1%	4,1%	5,6%	-1,70%	660	10,6%	5,0-12,1%
High return performers	14%	1,58	5,8%	5,1-7,0%	5,4%	7,0%	-1,19%	8.288	14,8%	10,6-20,7%
Low risk performers	7%	0,74	4,9%	5,1-4,8%	4,9%	4,3%	0,6%	942	7,1%	6,0- 8,5%

**Figuur 6**  
Marktvergelijking: risico gewogen performance van vastgoedportefeuilles van pensioenfondsen



Bij deze analyse blijken er aanmerkelijk meer fondsen te zijn met een onderperformance.

Vastgesteld kan worden dat 45% van de pensioenfondsen het marktrendement niet halen én geen positieve alpha realiseren (underperformers). Het aandeel outperformers daalt van 45% naar 24%. Het aantal high return performers daalt van 14% naar 5%. Van de pensioenfondsen kan 26% als low risk performer worden gekwalificeerd (was 7%).

Tabel 2 geeft een overzicht van de gemiddelde uitkomsten van de verschillende typologieën.

Een observatie is dat 71% van de pensioenfondsen de markt (benchmark) niet verslaat.

Analyse van de kenmerken van de vastgoedportefeuille van de outperformers en de high return performers leert het volgende. De outperformers hebben hun resultaat kunnen behalen met een lage bèta. Veel van deze fondsen hadden over de periode van 20 jaar een hoge allocatie naar Nederlands vastgoed. De high return performers hebben hun performance kunnen realiseren door in deze periode een meer dan gemiddeld risico te nemen met een overwegend internationale vastgoedstrategie.

### VERKLARENDE FACTOREN VOOR HET BEHALEN VAN OUT- EN UNDERPERFORMANCE

Om beter te begrijpen waarom bepaalde pensioenfondsen structureel beter of slechter presteren dan hun peers, zijn vier factoren onderzocht: omvang, internationale allocatie, beursgenoteerd versus niet-beursgenoteerd vastgoed, en het genomen risico.

Voor elke factor zijn de tien hoogst en de tien laagst scorende fondsen geanalyseerd, waarbij gekeken is naar rendement, risico en de mate waarin de twee groepen van elkaar afwijken.

De analyse is gebaseerd op de resultaten uit de peergroupvergelijking. De marktvergelijking leidt niet tot wezenlijk andere conclusies; alleen de hoogte van beta en alpha verschilt licht.

#### OMVANG: WAAROM GROTE FONDSEN VAAK DE WIND MEE HEBBEN

Wanneer de pensioenfondsen met de kleinste vastgoedportefeuilles naast pensioenfondsen met de grootste vastgoedportefeuilles worden gelegd, ontstaat het volgende beeld (tabel 3).

De kleine fondsen haalden een gemiddeld rendement van 4,5% met een gemiddelde bèta van 1,08, en een gemiddelde alpha van -0,9%. De grootste fondsen deden het aanzienlijk beter: 5,9% gemiddelde rendement bij een gemiddelde bèta van 0,98, en een gemiddelde alpha van 0,8%.

**Tabel 2**  
Kengetallen (gemiddeld) voor de verschillende typologieën (marktvergelijking)

Typologie	Aandeel (%)	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeïst rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Outperformers	24%	0,83	6,3%	5,8-7,0%	6,2%	5,1%	1,2%	2.876	8,5%	6,2-12,1%
Underperformers	45%	1,23	4,3%	1,8-5,4%	4,4%	6,6%	-2,3%	892	11,0%	6,8-16,8%
High return performers	5%	1,64	6,7%	6,4-7,0%	6,7%	9,7%	-3,0%	21.146	17,9%	15,1-20,7%
Low risk performers	26%	0,64	5,3%	4,9-5,6%	5,4%	4,4%	1,0%	1.456	6,5%	5,0- 8,1%

Tabel 3  
Performance door factor Omvang

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Klein	1,08	4,5%	1,8-6,3%	5,0%	5,4%	-0,9%	224	9,9%	6,1-16,8%
Groot	0,98	5,9%	5,0-7,0%	5,7%	5,1%	0,8%	8.693	9,3%	5,3-15,1%

De twee data sets (groot vs. klein) zijn ook getoetst aan de hand van de two-sample t-test waarmee kan worden vastgesteld of beide groepen significant van elkaar verschillen. De toets leidt tot een P-waarde van 0,021. Deze uitkomst is kleiner dan 0,05 waarmee sprake is van een statistisch significant verschil tussen het gemiddelde rendement van kleine en grote fondsen.<sup>5</sup>

Kort gezegd: grote fondsen profiteren duidelijk van schaalvoordelen, en dat is zichtbaar in de prestaties. Kleine fondsen lopen bovendien meer risico, maar krijgen daar geen hogere beloning voor.

Ook andere observaties wijzen dezelfde kant op. De slechtst presterende fondsen hadden gemiddeld slechts €0,5 miljard in vastgoed belegd, terwijl de best presterende fondsen gemiddeld €6,9 miljard beheerden. Van de veertien zwakst presterende vastgoedportefeuilles was er slechts één met een omvang boven de €1 miljard.

Dat omvang ertoe doet, wordt ook bevestigd in de literatuur. Onderzoek van onder andere Andonov, Eichholtz en Kok laat zien dat grote pensioenfondsen lagere kosten hebben, vaker intern beheren en een sterkere onderhandelingspositie hebben ten opzichte van externe managers – allemaal factoren die bijdragen aan betere prestaties (Andonov, 2013).

Toch zijn er uitzonderingen: er zijn kleine fondsen die, ondanks deze nadelen, uitstekend hebben gepresteerd.

Geconcludeerd kan worden dat de factor Omvang een factor is die significant kan bijdragen aan het behalen van een outperformance.

## NATIONAAL OF INTERNATIONAAL: DE ROL VAN GEOGRAFISCHE ALLOCATIE

De tien pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar Nederlands vastgoed behaalden een gemiddeld rendement van 5,5% bij een gemiddelde bèta van 0,68 en een gemiddelde alpha van 0,9%.

De tien pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar wereldwijd vastgoed behaalden een gemiddeld rendement van 5,4% bij een gemiddelde bèta van 1,37 en een gemiddelde alpha van -0,9% (zie tabel 4).

Op basis van de two-sample t-test is er geen sprake van een significant verschil in rendement bij de geografische allocatie (p-waarde = 0,4346). Het verschil in risico is wel significant op basis van de two-sample t-test (p=0,007).

Wordt alleen gekeken naar de pensioenfondsen met de hoogste allocatie naar Europa, dan deden deze fondsen het risicogewogen iets beter dan de pensioenfondsen die alleen in Nederlands vastgoed belegden. Het blijkt dat 70% van de pensioenfondsen met een hoge allocatie naar Europa, ook een hoge allocatie naar Nederland had. Een aanwijzing dat een uitbreiding van de allocatie naar Europa tot beter rendement-risico-profiel heeft geleid. Ook voor kleine pensioenfondsen blijkt allocatie naar Europa lonend te zijn geweest. Verder kan worden vastgesteld dat de pensioenfondsen die de hoogste allocatie naar Europa kenden, overwegend in niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen hebben belegd.

Kortom op basis van het gelopen risico blijkt de beloning voor een wereldwijde vastgoedbeleggingsstrategie onvoldoende te zijn geweest. Ook hier geldt de nuance dat voor grote pensioenfondsen als ABP en PFZW een wereldwijde strategie in absolute zin wel lonend is geweest. Zij wisten de benchmark te verslaan. De factor Omvang draagt daar vermoedelijk aan bij.

De analyse van het vraagstuk van de geografische allocatie leidt tot de waarneming dat pensioenfondsen naar verwachting beter in Nederland of Europa kunnen beleggen tenzij er sprake is van een omvangrijk vastgoedportefeuille. In een dergelijke situatie kan wereldwijd beleggen in vastgoed zeker lonend zijn.

Tabel 4  
Performance door factor (inter)nationaal

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Nederland	0,68	5,5%	4,3-6,7%	5,4%	4,6%	0,9%	1.832	7,0%	5,3- 9,5%
Europa	0,71	5,6%	4,7-6,7%	5,5%	4,2%	1,4%	673	7,4%	5,0-13,3%
Wereldwijd	1,37	5,4%	1,8-7,0%	5,3%	6,3%	-0,9%	2.778	12,8%	7,2-20,7%

Tabel 5  
Performance door factor (niet-)Beursgenoteerde strategie

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Beursgenoteerd	1,54	5,2%	1,8-7,0%	5,2%	6,8%	-1,7%	6.772	14,4%	11,5-20,7%
Niet-beursgenoteerd	0,63	5,4%	2,7-6,7%	5,4%	4,0%	1,4%	1.289	6,8%	5,0- 8,4%

**DE ROL VAN BEURSGENOTEERD VERSUS NIET-BEURSGENOTEERD VASTGOED**

De tien fondsen die het meest in beursgenoteerd vastgoed hebben belegd, realiseerden een gemiddeld rendement van 5,2% met een gemiddelde bèta van 1,54 en een gemiddelde alpha van -1,7%.

De tien pensioenfondsen die de kleinste allocatie naar beursgenoteerd vastgoed hadden scoorden een gemiddeld rendement van 5,4% bij een gemiddelde bèta van 0,63 en een gemiddelde alpha van 1,4% (zie tabel 5).

Met andere woorden, pensioenfondsen met een niet-beursgenoteerde vastgoedstrategie hebben een iets beter rendement (maar niet significant, p-waarde = 0,2968)) behaald bij een positieve alpha. Net als bij de geografische allocatie is er wel sprake van een significant verschil in het gelopen risico (p-waarde = 6,81175E-06).

Kortom pensioenfondsen met een hogere allocatie naar beursgenoteerd vastgoed namen veel meer risico maar werden daar onvoldoende voor beloond. Gesteld kan worden dat op basis van het gelopen risico, de beloning voor een beursgenoteerde vastgoedbeleggingsstrategie te laag is geweest.

Desondanks kan een beursgenoteerde vastgoedbeleggingsstrategie wel lonend zijn. Het best presterende pensioenfonds over een periode van twintig jaar voerde overwegend een beursgenoteerde vastgoedstrategie.

**RISICO: MEER RISICO LOONT NIET**

De mate van risico (volatiliteit) heeft niet geleid tot significant afwijkende rendementen (p-waarde = 0,2782).

De tien fondsen die het laagste risico namen, behaalden een rendement van 5,3% met een gemiddelde bèta van 0,6 en een gemiddelde alpha: 1,5%.

De tien fondsen die het meeste risico namen, kwamen uit op 5,0% rendement bij een gemiddelde bèta van 1,56 en een gemiddelde alpha: -1,9% (zie tabel 6).

Pensioenfondsen die veel risico hebben genomen bleven in rendement achter bij pensioenfondsen die minder risico hebben genomen. Het verschil in rendement is evenwel niet significant (p-waarde 0,2782). In risicotermen is het verschil wel significant (p-waarde 4,12985E-06). Kortom op basis van een risico gewogen beoordeling van het rendement worden pensioenfondsen niet adequaat beloond voor het nemen van veel risico.

**EPILOOG**

Big is beautiful. Grote pensioenfondsen zijn in het algemeen betere vastgoedbeleggers dan kleine pensioenfondsen. Schaalvoordelen leiden vaak tot toegang tot betere proposities, professionele en hoogopgeleide medewerkers, een beter netwerk en meer kennis. Evenwel is dat geen reden om niet in vastgoed te beleggen. Verschillende pensioenfondsen met kleine vastgoedportefeuilles hebben goede risico gewogen prestaties laten zien en het best presterende pensioenfonds over de afgelopen 20 jaar had een kleine vastgoedportefeuille.

Een eyeopener bij de vergelijking binnen de peergroup is dat beleggen in Nederlands of Europees vastgoed heeft geleid tot een relatief goed rendement-risico-profiel. Veel fondsen die deze strategie hebben gevolgd, hebben vermoedelijk geprofiteerd van de rendementen op de Nederlandse woningmarkt. De Nederlandse niet-beursgenoteerde fondsen waarin werd geparticipeerd, zijn vaak niet of beperkt met vreemd vermogen gefinancierd, waardoor het risico van deze beleggingen laag is en de rendementen zeer passend zijn bij het gelopen risico.

Wie beursgenoteerd heeft belegd maakte nagenoeg hetzelfde rendement als wie niet-beursgenoteerd heeft belegd. De hoge volatiliteit van beursgenoteerd vertaalde zich niet naar een passend (risico gewogen) rendement. Met name voor pensioenfondsen met kleine vastgoedportefeuilles lijkt het eerder voor de hand te liggen om te beleggen in niet-beursgenoteerd vastgoed. De uitzondering bevestigt hier de regel. Het best presterende pensioenfonds over een periode van 20 jaar had een kleine vastgoedportefeuille en heeft daarbinnen overwegend in beursgenoteerd vastgoed belegd.

Tabel 6  
Performance op basis van de factor Volatiliteit

Factor	Bèta	Rendement	Bandbreedte (R)	Mediaan	Geeist rendement	Alpha	Gem. AuM 2005-2024	Risico = STDV	Bandbreedte Risico
Laag risico	0,60	5,3%	3,8-6,7%	5,3%	3,9%	1,5%	1.059	6,2%	5,0- 6,8%
Hoog risico	1,56	5,0%	1,8-7,0%	5,1%	6,9%	-1,9%	4.811	14,6%	12,3-20,7%

Verder kan worden vastgesteld dat het nemen van meer risico, in de zin van meer volatiliteit accepteren, niet heeft geleid tot betere resultaten tenzij het om grote pensioenfondsen gaat.

Kijkend naar het verleden, lijkt de beste vastgoedbeleggingsstrategie voor veel kleinere pensioenfondsen om te beleggen in Nederlands vastgoed met een uitstapjes naar Europees vastgoed en alsdan in niet-beursgenoteerde fondsen.

Wie flexibiliteit en liquiditeit wil, zou kunnen overwegen om een uitstapje naar een klein deel beursgenoteerd te doen. Dat heeft evenwel een prijs in termen van risico omdat de kans op een risico gewogen negatieve performance alsdan groot is.

Ook hier past tenslotte de opmerking dat resultaten uit het verleden geen garantie bieden voor de toekomst.<sup>6</sup>

#### Literatuur

- Andonov, A. E. (2013). A Global Perspective on Pension Fund Investments in Real Estate. *A GLOBAL PERSPECTIVE ON PENSION FUND INVESTMENTS IN REAL ESTATE*, 32-42.
- Arslanagic, L. (2017). *Investments of Dutch Pension Funds in Domestic and International Real Estate*. Rotterdam: Erasmus School of Economics.

- Brounen, D. (2023, 12 15). *Huurindexatie balans tussen betaalbaar en verhuurbaar*. Retrieved from [www.tias.edu: https://www.tias.edu/docs/default-source/kennisartikelen/huurindexatie\\_finaleversie.pdf](https://www.tias.edu/docs/default-source/kennisartikelen/huurindexatie_finaleversie.pdf)
- Carlo, A. E. (2021, 10 1). Three Decades of Global Institutional Investment in Commercial Real Estate. *Journal of Portfolio Management*, 47(10), pp. 25-40. Retrieved from <https://doi.org/10.3905/jpm.2021.1.275>
- IVBN. (2013). *Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoedportefeuilles*. Den Haag: IVBN.
- MSCI. (2005-2024). *MSCI Global Annual Property Index*. London: MSCI.
- MSCI. (2005-2024). *MSCI Netherlands Annual Property Index*. London: MSCI.
- Solactive. (2026, 03 01). <https://www.solactive.com/index/DE000SLOREK9/>. Retrieved from <https://www.solactive.com/index/DE000SLOREK9/>
- Teuben, A. (2016). Elke stap in het vastgoedbeleggingsproces vraagt om zijn eigen index. In Berkhout, *De Vastgoedindex op waarde geschat* (pp. 59-73). Voorburg: Stichting ROZ Vastgoedindex Nederland.
- Vastgoednieuws. (2023, juni 8). *Pensioenfondsen PMT en Rail & OV brengen hun Nederlandse vastgoedbeleggingen onder één dak*. Retrieved from [Vastgoednieuws.nl: https://vastgoednieuws.nl/news/930/pensioenfondsen-pmt-en-rail-and-ov-brengen-hun-nederlandse-vastgoedbeleggingen-onder-een-dak](https://vastgoednieuws.nl/news/930/pensioenfondsen-pmt-en-rail-and-ov-brengen-hun-nederlandse-vastgoedbeleggingen-onder-een-dak)

#### Noten

- 1 Drs. Jan-Willem Dijkhuis MRE MRICS is sinds 2005 directeur van Lymos en adviseert institutionele beleggers, family offices, corporaties en overheidsinstellingen op het gebied van vastgoedvraagstukken. Hij is ook lid van de Commissie Vastgoed van de CFA Society Netherlands en was tussen 2011-2022 docent Beleggen in Vastgoed bij de Hogeschool Rotterdam.
- 2 Opgemerkt moet worden dat statistisch gezien veel alpha's niet significant afwijken van nul n dat deze conclusie daarom als indicatief moet worden beschouwd. Zie ook opmerking bij eindnoot iv.
- 3 Gehanteerde data voor dit onderzoek. Ten behoeve van het onderzoek zijn over de periode 2005-2024 42 Nederlandse pensioenfondsen geanalyseerd die tenminste een belegd vermogen in vastgoed van € 100 miljoen hebben. Pensioenfondsen ABNAMRO, IBM en Shell zijn niet meegenomen omdat deze pensioenfondsen gedurende de periode 2005-2024 niet altijd in vastgoed belegd zijn geweest. Er wordt in dit onderzoek gekeken naar vastgoedbeleggingsstrategieën van pensioenfondsen en naar de daar op gerealiseerde resultaten. De meeste fondsen noemen het gerealiseerde jaarlijkse rendement op vastgoed in hun jaarverslag. Indien daar in het jaarverslag melding van wordt gemaakt zijn die rendementen overgenomen. Deze rendementen worden als betrouwbaar gezien. Enkele pensioenfondsen benoemen hun rendement op vastgoed niet. Voor deze fondsen is gekeken naar de toelichting op de jaarrekeningen en zijn de jaarlijks gerapporteerde winsten uit huurinkomsten, dividenden en vermogensgroei gedeeld door het veronderstelde gemiddeld vermogen dat belegd was in vastgoed. Het veronderstelde gemiddeld belegd vermogen is bepaald aan de hand van de standen per 1 januari en 31 december van elk jaar. Twee pensioenfondsen maken onderscheid tussen rendement op beursgenoteerd vastgoed en rendement op niet-beursgenoteerd vastgoed en benoemen niet het totaalrendement op vastgoed. Voor deze fondsen is het gewogen gemiddelde rendement bepaald aan de hand van het belegd vermogen per 1 januari en 31 december van elk jaar. Tenslotte zijn er in periode 2005-2024 drie fondsen samengevoegd. Het betreft de drie KLM-pensioenfondsen die langjarig allemaal dezelfde beleggingsstrategieën hebben gehanteerd met overeenkomstige resultaten. Pas in de laatste jaren is enige niet-significante variatie waar te nemen. Door de jaarlijkse rendementen te nemen is sprake van 20 datapunten per pensioenfonds. Op basis van berekende t-waarden en p-waarden bevatten de meeste

- reeksen voldoende datapunten om significante alpha's en bèta te berekenen en derhalve conclusies te kunnen trekken. Ook is er gekeken naar de allocatie van het belegd vermogen. Met betrekking tot de allocatie naar beursgenoteerd en niet-beursgenoteerd zijn de percentages zoals genoemd in het jaarverslag of toelichting op de jaarrekening overgenomen. Waar deze niet zijn genoemd is in de jaarrekening gekeken naar de methode van waardebepalingen. Daar waar sprake is van genoteerde marktprijzen is verondersteld dat dit de portefeuille beursgenoteerd betreft. De rest van het in vastgoed belegd vermogen wordt dan als niet-beursgenoteerd verondersteld. Dat kan dan zowel de categorie direct vastgoed als de categorie niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen zijn. Sommige pensioenfondsen hebben hun beursgenoteerde vastgoedportefeuille gedurende looptijd gealloceerd naar de generieke aandelenportefeuille. Het rendement op die beursgenoteerde vastgoedportefeuille maakt vanaf dat moment geen onderdeel meer uit van de vastgoedbeleggingsportefeuille. De allocatie naar vastgoed neemt daardoor af. Een dergelijk pensioenfonds wordt in het kader van dit onderzoek verondersteld niet meer in beursgenoteerd vastgoed te beleggen. Bij de geografische allocatie is ook de vermelding in het jaarverslag of toelichting op de jaarrekening als uitgangspunt genomen. Daarbij zijn ook een aantal opmerkingen te maken. De vermelding van de allocatie naar Nederland is tussen 2005 en 2024 afgenomen. In 2005 vermeldden 34 fondsen hun allocatie naar Nederland en in 2024 waren dat er nog maar 15. Eén pensioenfonds vermeldt geen geografische allocatie in het jaarverslag
- 4 Alpha is hier Jensen's alpha. Door het beperkte aantal waarnemingen van 20 per fonds zijn de p-waarden voor de meeste fondsen hoger dan 0,05 en daarmee wijken de meeste alpha niet significant af van nul. In die zin zijn de indeling naar typologieën indicatief en moeten tegen die achtergrond genuanceerd worden. Een alternatieve benadering door de jaar rendementen te halveren en daarmee 40 data punten te creëren hebben geleid tot meer alpha's, die significant afwijken van nul.
  - 5 Voor de fijnproevers, cohen's d is -1,173. In absolute waarde (1,17) is dit een grote effectgrootte volgens de gebruikelijke vuistregels (0,2 klein, 0,5 middel, 0,8 groot). Het teken is negatief omdat de kleine fondsen gemiddeld lager renderen dan de grote fondsen.
  - 6 Het artikel is mede tot stand gekomen met dank aan MSCI voor het aanleveren van de MSCI-datareeksen alsmede Maarten van den Broek en Martin Sanders voor het meelezen.