

POSITIEVE MAATSCHAPPELIJKE IMPACT MAKEN MET INVESTEREN IN DIRECT VASTGOED

**ANTICIPEREN OP VERANDERENDE EISEN EN
WENSEN VAN STAKEHOLDERS**



JOEP ARTS

COMPANY RESEARCH PAPER
MASTER OF REAL ESTATE
AMSTERDAM SCHOOL OF REAL ESTATE

BEGELEIDER: HANS OP 'T VELD

OKTOBER 2021

Colofon

Instituut: Amsterdam School of Real Estate (ASRE)
Opleiding: Master of Real Estate (MRE)
Document: Company Research Paper
Titel: Positieve maatschappelijke impact maken met investeren in direct vastgoed
Ondertitel: Anticiperen op veranderende eisen en wensen van stakeholders
Status: Definitief
Student: Joep Arts
E-mail: j.arts@bouwinvest.nl
Datum: oktober 2021
1e beoordelaar: Hans op 't Veld
2e beoordelaar: Jantine Schrader

In de loop van 2020 ben ik begonnen met het nadenken over een interessant onderwerp voor mijn company research paper¹. Mede door het vak Portfolio Management hoefde ik hierover niet lang na te denken. Hans op 't Veld ging bij dat vak in zijn colleges onder meer in op het belang van een positieve maatschappelijke impact maken bij het investeren in vastgoed. Het belang hiervan sprak mij meteen aan, aangezien klimaatverandering en leefbaarheid steeds belangrijkere thema's worden in de (vastgoedbeleggings)wereld. De recente overstromingen en het woonprotest onderstrepen dit nogmaals. Bovendien zag ik gelijk een uitdaging op dit onderwerp binnen Bouwinvest, de organisatie waar ik werkzaam ben. Sinds juli 2020 is de doelstelling van mijn werkgever het realiseren van 'real value for life', waarbij naast financieel rendement ook het realiseren van maatschappelijke rendement voorop staat. Deze manier van denken spreekt mij enorm aan, aangezien ik ervan overtuigd ben dat enkel het focussen op financiële resultaten voor vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest verleden tijd is. Tegelijkertijd zie ik dat er nog veel kennis nodig is om deze niet-financiële resultaten te operationaliseren. Hierbij komen vragen op als: hoe kunnen we een positieve maatschappelijke impact maken? Hoe kunnen we dit monitoren en meetbaar maken? En wat voor risico en rendement hoort hierbij?

Naarmate mijn onderzoek verder vorm kreeg, kwam binnen Bouwinvest steeds meer aandacht en focus te liggen op het duiden van real value for life. Het onderwerp van mijn company research paper bleek een schot in de roos. Zo werd een klankbordgroep in het leven geroepen om voorgaande uit te denken, waar ik onderdeel van uitmaak. Mede hierdoor heb ik een vrij soepel onderzoeksproces doorlopen. Ik hoop van harte dat mijn onderzoeksresultaten positief bijdragen aan de strategische vraagstukken waar Bouwinvest en andere vastgoedvermogensbeheerders voor komen te staan.

Hierbij wil ik iedereen bedanken die een bijdrage heeft geleverd aan mijn onderzoek. In het bijzonder gaat mijn dank uit naar mijn begeleider Hans op 't Veld, mede dankzij zijn onuitputtelijke enthousiasme over dit onderwerp kan ik terugkijken op een prettige periode en een mooi eindresultaat. Tot slot prijs ik me gelukkig dat ik een vriendin heb die me in zware tijden erdoorheen heeft kunnen slepen.

Joep Arts

Oktober 2021

¹ De company research paper (CRP) is een doorontwikkeling van de MRE master scriptie. Door de specifiekere focus sluit de CRP nauwer aan bij de eindkwalificaties van de MRE, waar strategie en management centraal staan (ASRE, 2020).

De laatste jaren komt bij klanten van vermogensbeheerders steeds meer de nadruk te liggen op maatschappelijk verantwoord beleggen, ook wel MVB genoemd (Op 't Veld, 2019). Tot op heden manifesteert MVB zich voornamelijk door de incorporatie van ESG-criteria (environmental, social & governance) op portefeuilleniveau. Een vergaande vorm van MVB is impact investing (Van Gool, 2019). Een veel aangehaalde definitie hiervan is: *“Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.”* (GIIN, 2020). Veranderende richtlijnen en wet- en regelgeving zoals de IMVB², SFDR³ en de EU Taxonomy is top-down een belangrijke oorzaak voor de toenemende nadruk op MVB. Daarnaast speelt mee dat bottom-up steeds meer organisaties intrinsiek een positieve maatschappelijke bijdrage willen leveren. Zij kiezen in toenemende mate vrijwillig om verder te gaan dan de wet- en regelgeving voorschrijft.

De verwachting is dat stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest in de toekomst strengere wensen en eisen gaan stellen aangaande het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Om niet achter de feiten aan te lopen, kunnen vastgoedvermogensbeheerders verkennen op welke manier ze op de korte termijn positieve maatschappelijke impact kunnen realiseren met het investeren in direct vastgoed. Uit het onderzoek komt naar voren dat het operationaliseren, meetbaar maken en monitoren belangrijke uitdagingen zijn als het gaat om het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Het is belangrijk dat hier voldoende aandacht aan wordt besteed. De theory of change kan helpen als instrument voor strategische planning over verandering, waarbij het resultaat (de impact) voorop staat.

Door een integraal en onafhankelijk afwegingskader te gebruiken, kunnen vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest een juiste afweging maken tussen financiële en maatschappelijke belangen. Hierbij is het van belang dat wordt voldaan aan geldende en toekomstige richtlijnen en wet- en regelgeving, zoals IMVB, SFDR en EU Taxonomy. Daarnaast is het evident dat de organisatie kiest aan welke maatschappelijke doelen zij wel en niet wil bijdragen. In de praktijk worden deze doelen vaak gekoppeld aan de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties (VN, 2015).

Stakeholder engagement kan zorgen voor draagvlak van belangrijke stakeholders bij strategische veranderingen. Uit het onderzoek is naar voren gekomen dat klanten (pensioenfondsen) de belangrijkste stakeholders zijn van Bouwinvest, de organisatie die centraal staat in dit company research paper. Andere relevante externe stakeholders waar de organisatie rekening mee moet houden bij het strategische planning zijn: huurders, gemeenten, ontwikkelaars, bouwers en vastgoedmanagers. Tot slot zijn eigen medewerkers een belangrijke stakeholder. Stakeholders betrekken bij strategische afwegingen kan door middel van participatie. Heller et al. (1988) onderscheiden zes participatievormen die ingezet kunnen worden. Uit een survey onder medewerkers van Bouwinvest is naar voren gekomen dat klanten (pensioenfondsen) het beste kunnen participeren door gezamenlijke besluitvorming, dit is een vergaande vorm van participatie. De overige belangrijkste stakeholders kunnen het beste de mogelijkheid krijgen tot het geven van advies. Door relevante stakeholders actief en op de juiste manier te betrekken, kunnen vastgoedvermogensbeheerders anticiperen op veranderende eisen en wensen.

² Convenant over Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen

³ Sustainable Finance Disclosure Regulation

INHOUDSOPGAVE

Voorwoord.....	1
Managementsamenvatting	2
1. Inleiding	5
1.1. Aanleiding	5
1.2. Probleemstelling	6
1.3. Doelstelling.....	6
1.4. Onderzoeksvragen.....	6
1.5. Onderzoeksmethoden en -model.....	7
1.6. Relevantie	7
2. Positieve maatschappelijke impact maken met vastgoed.....	8
2.1. Inleiding	8
2.2. Maatschappelijk verantwoord beleggen	8
2.2.1. Impact investing	9
2.3. Waarom investeren met positieve maatschappelijke impact?	10
2.4. Positieve maatschappelijke impact maken met vastgoed	10
2.5. Maatschappelijk versus financieel rendement	12
2.6. Conclusie	13
3. Theoretisch kader	14
3.1. Inleiding	14
3.2. Theory of change.....	14
3.3. Stakeholder engagement.....	17
3.4. Conclusie	18
4. Methodologie	19
4.1. Inleiding	19
4.2. Onderzoeksstrategie	19
4.3. Onderzoeksmethoden.....	19
4.3.1. Inhoudsanalyse.....	20
4.3.2. Interview	20
4.3.3. Survey.....	21
4.4. Verantwoording.....	22

5. Onderzoeksresultaten	23
5.1. Inleiding	23
5.2. Inhoudsanalyse	23
5.3. Interviews	25
5.3.1. Thema 1: maatschappelijk rendement	25
5.3.2. Thema 2: impact investing.....	26
5.3.3. Thema 3: stakeholder engagement	27
5.4. Survey.....	28
5.4.1. Thema 1: maatschappelijk rendement	29
5.4.2. Thema 2: impact investing.....	29
5.4.3. Thema 3: stakeholder engagement	31
5.5. Conclusie	32
6. Conclusies en aanbevelingen	33
6.1. Conclusies	33
6.2. Aanbevelingen	34
6.3. Vervolgonderzoek	36
6.4. Reflectie.....	36
7. Literatuur	37
Bijlagen.....	39
Bijlage A: Waardecreatiemodel Bouwinvest.....	39
Bijlage B: Materialiteitsmatrix Bouwinvest.....	40
Bijlage C: Real value of life model	41
Separate bijlage.....	42

1. INLEIDING

1.1. AANLEIDING

Ondanks dat Covid-19 sinds begin 2020 het nieuws domineert, staat door klimaatverandering het thema verduurzaming wereldwijd hoog op de politieke agenda. Daarnaast zijn leefbaarheid in brede zin en betaalbaarheid van woningen steeds belangrijker wordende thema's in de maatschappij. Belangrijke handvatten om aan de slag te gaan met deze uitdagingen zijn onder meer het Akkoord van Parijs, de Sustainable Development Goals (SDG's) van de Verenigde Naties en het Nederlandse klimaatakkoord. Gezien deze ontwikkelingen gaat er de laatste jaren binnen het vermogensbeheer meer aandacht uit naar het realiseren van maatschappelijk rendement naast financieel rendement. Zo gaf Larry Fink, CEO van BlackRock, de grootste vermogensbeheerder ter wereld, in zijn jaarlijkse brief aan CEO's in 2020 aan dat duurzaamheid centraal komt te staan bij alle investeringsbeslissingen van de organisatie (BlackRock, 2020). In januari 2021 gaf hij aan dat klimaatverandering nog belangrijker is geworden bij het afwegen van beleggingen (BlackRock, 2021). Deze ontwikkeling sluit aan bij het realiseren van stakeholder value (maatschappelijke waarde) in plaats van enkel shareholder value, waarbij aandeelhouders de enige groep is waarvoor een organisatie maatschappelijk verantwoord is (Friedman, 1970). Een vergaande vorm van maatschappelijk verantwoord beleggen is impact investing. Volgens het Global Impact Investing Network luidt de definitie daarvan: *“Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return”* (GIIN, 2020).

Nederlandse institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen en verzekeraars, komen de laatste jaren steeds meer onder een maatschappelijk vergrootglas te liggen over maatschappelijk verantwoord beleggen en hebben dat daarom hoog op de agenda staan. Zo hebben 70 Nederlandse pensioenfondsen (goed voor circa 90% van het belegd vermogen) in december 2018 het brede spoor van het IMVB-convenant over Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen ondertekend (SER, 2018). Hierin maken pensioenfondsen afspraken met maatschappelijke organisaties, vakbonden en overheid om de negatieve effecten van een onderneming (of de keten erachter) in kaart te brengen, te prioriteren en te adresseren. Daarnaast krijgen ze te maken met strengere regelgeving. Zo traden bijvoorbeeld op 10 maart 2021 extra regels over informatieverschaffing over duurzaamheid van beleggingen in werking in de vorm van de SFDR: Sustainable Finance Disclosure Regulation (European Commission, 2021). Deze twee voorbeelden geven aan dat er voldoende aanleiding is voor institutionele beleggers om aan de slag te gaan met de maatschappelijke impact van investeren. Ook vastgoedvermogensbeheerders met institutionele beleggers als klant krijgen hiermee te maken.

Vastgoedvermogensbeheerder Bouwinvest investeert namens haar klanten, pensioenfondsen en verzekeraars, in vastgoed. Bouwinvest beheert vijf Nederlandse sectorfondsen en drie internationale mandaten. Inmiddels hebben 26 klanten in de open fondsen geïnvesteerd (Bouwinvest, 2021a). In 2020 heeft de organisatie de doelstelling 'real value for life' gelanceerd. Het vastgoedvermogensbeheer van Bouwinvest moet bijdragen aan duurzame, leefbare, toegankelijke steden en het verbeteren van pensioenuitkeringen (Bouwinvest, 2020). Dat verwachten stakeholders zoals klanten ook van Bouwinvest. Zo moet de organisatie onder meer aan de slag met IMVB (de meerderheid van de klanten heeft dit ondertekend), SFDR en het Klimaatakkoord. Op dit moment speelt de vraag binnen de organisatie wat de stakeholders van Bouwinvest op het thema 'impact investing' wensen, zowel op korte als lange termijn. Een aanvullende vraag is hoe Bouwinvest met het investeren in Nederlands direct vastgoed positieve maatschappelijke impact kan realiseren.

1.2. PROBLEEMSTELLING

De eisen en wensen van stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders omtrent het maken van positieve maatschappelijke impact zijn de afgelopen jaren steeds strikter geworden. Richtlijnen zoals de IMVB en SFDR dragen hieraan bij. Het is aannemelijk dat deze trend wordt doorgezet. Aangezien vastgoedvermogensbeheerders veelal langjarig investeren, is het van belang om te anticiperen op toekomstige eisen en wensen van betrokken stakeholders.

Tegelijkertijd komen er steeds meer praktijkvoorbeelden van vastgoedvermogensbeheerders die een fonds kwalificeren als impactbelegging. Recente voorbeelden hiervan zijn onder meer het ASR Dutch Science Park Fund (ASR, 2021) en het Catella European Residential III Fund (CBRE, 2021). Hoewel termen als ‘impact investing’ en ‘maatschappelijk rendement’ steeds meer gebruikt worden binnen de vastgoedbeleggingswereld, lopen de definities hiervan uiteen. Zolang hier geen duidelijkheid over is, is de kans aanwezig dat vastgoedvermogensbeheerders deze veranderende context onvoldoende meenemen in hun strategie. Als gevolg hiervan dragen hun klanten, veelal institutionele beleggers zoals pensioenfondsen en verzekeraars, onvoldoende bij aan de doelen voor 2030 zoals onder meer gesteld in de SDG’s van de VN. Dit is gezien de grote maatschappelijke opgaven zoals klimaatverandering, afnemende leefbaarheid en gebrekkige betaalbaarheid van de woningmarkt een gemiste kans voor de samenleving.

Er is academische literatuur voorhanden over impact investing (Brest & Born, 2013; Op ’t Veld, 2019; van Gool, 2019; Folker, 2021), de manier hoe impact investing getoetst wordt via de theory of change (Jackson, 2013; Kusek & Rist, 2004; Brest, 2010) en de wijze hoe stakeholders worden meegenomen in besluitvorming via stakeholder engagement (Desai, 2017; Kerkhof et al., 2002). In dit onderzoek worden deze drie thema’s aan elkaar gekoppeld en toegepast op de situatie van Bouwinvest. Het ontbreekt momenteel binnen Bouwinvest aan handvatten over hoe aan impact investing worden gedaan en wat de (langetermijn)wensen zijn van haar stakeholders als het gaat om het realiseren van positieve maatschappelijke impact.

1.3. DOELSTELLING

Het beoogde doel van het onderzoek is om handvatten te geven aan Bouwinvest over hoe geanticipeerd kan worden op de veranderende eisen van stakeholders op het vlak van positieve maatschappelijke impact bij het investeren in Nederlands direct vastgoed. Hierbij wordt nadrukkelijk gekeken naar de verwachte veranderingen in wet- en regelgeving en maatschappelijke ontwikkelingen die van invloed zijn op Bouwinvest en haar stakeholders. Waar mogelijk wordt onderscheid gemaakt in wat op dit moment verplicht is en wat vrijwillig is.

De uitkomsten van het onderzoek geven vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest een handreiking hoe ze in samenspraak met haar stakeholders positieve maatschappelijke impact invulling kan geven, wat de doelen daarop zijn en hoe de voortgang daarop bewaakt kan worden.

1.4. ONDERZOEKSVRAGEN

De centrale onderzoeksvraag van dit onderzoek luidt als volgt:

Hoe kunnen vastgoedvermogensbeheerders anticiperen op veranderende eisen en wensen van stakeholders op het vlak van positieve maatschappelijke impact bij het investeren in Nederlands direct vastgoed?

De bijbehorende deelvragen zijn:

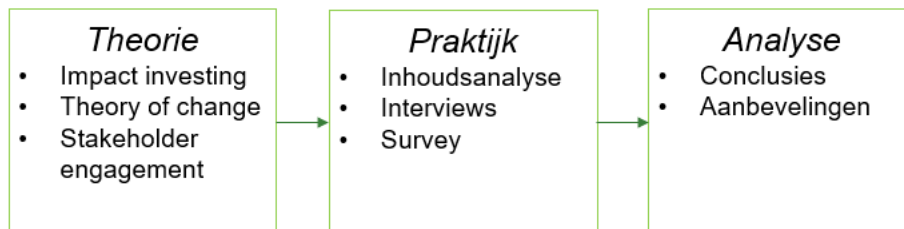
1. Wat is investeren met positieve maatschappelijke impact en waarom wordt het gedaan?
2. Wie zijn de belangrijkste stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders en hoe kunnen ze betrokken worden bij strategische veranderingen?
3. Hoe kunnen vastgoedvermogensbeheerders zorgen voor de juiste afweging tussen financiële en maatschappelijke belangen?
4. Welke stappen kunnen vastgoedvermogensbeheerders op korte termijn zetten om aan de langetermijneisen van stakeholders te voldoen?

1.5. ONDERZOEKSMETHODEN EN -MODEL

Voor dit kwalitatieve verkennende onderzoek wordt de TPA-structuur (Van Hoek-Gerritsen, 2015) gehanteerd waarbij theorie, praktijk en analyse centraal staan, zie figuur 1.

- Theorie: literatuurstudie naar impact investing, theory of change en stakeholder engagement.
- Praktijk: huidige en toekomstige wensen (richtlijnen) en eisen (zoals wet- en regelgeving) op het vlak van positieve maatschappelijke impact in beeld brengen en de implicaties daarvan op Bouwinvest duiden aan de hand van inhoudsanalyse, interviews en een survey.
- Analyse: De uitkomsten van inhoudsanalyse, interviews en survey vervolgens vertalen naar een raamwerk over hoe de organisatie in 2021, in samenspraak met haar stakeholders, positieve maatschappelijke impact kan integreren in haar bedrijfsvoering, om te voldoen aan de verwachte toekomstige eisen en wensen.

Figuur 1: onderzoeksmodel



Bron: eigen bewerking, gebaseerd op Van Hoek-Gerritsen, 2015

1.6. RELEVANTIE

Het onderzoek is maatschappelijk relevant, omdat het definiëren en operationaliseren van impact investing kan bijdragen aan de kennis over en groei van deze vorm van investeren door vastgoedvermogensbeheerders. Het onderzoek kan eraan bijdragen dat vastgoedvermogensbeheerders naast financieel rendement ook in hogere mate maatschappelijk rendement meenemen bij hun investeringsbeslissingen en dat meetbaar maken. Hiermee kunnen zij positief bijdragen aan de doelen zoals onder meer beschreven in het Klimaatakkoord, het Akkoord van Parijs en de Sustainable Development Goals van de VN.

Het onderzoek is wetenschappelijk relevant, omdat er tot op heden nog weinig wetenschappelijk onderzoek is gedaan naar impact investing door vastgoedvermogensbeheerders in relatie tot de theory of change en stakeholder engagement. Dit onderzoek sluit aan op de MSRE thesis van Marlies Folker (2021). Zij heeft onderzoek gedaan naar de omvang van impact investing bij vastgoedvermogensbeheerders in Nederlandse huurwoningen. Dit onderzoek kijkt specifiek naar de huidige en toekomstige eisen en wensen van stakeholders omtrent positieve maatschappelijke impact en hoe de strategie van vastgoedvermogensbeheerders hierop aangepast kan worden.

2. POSITIEVE MAATSCHAPPELIJKE IMPACT MAKEN MET VASTGOED

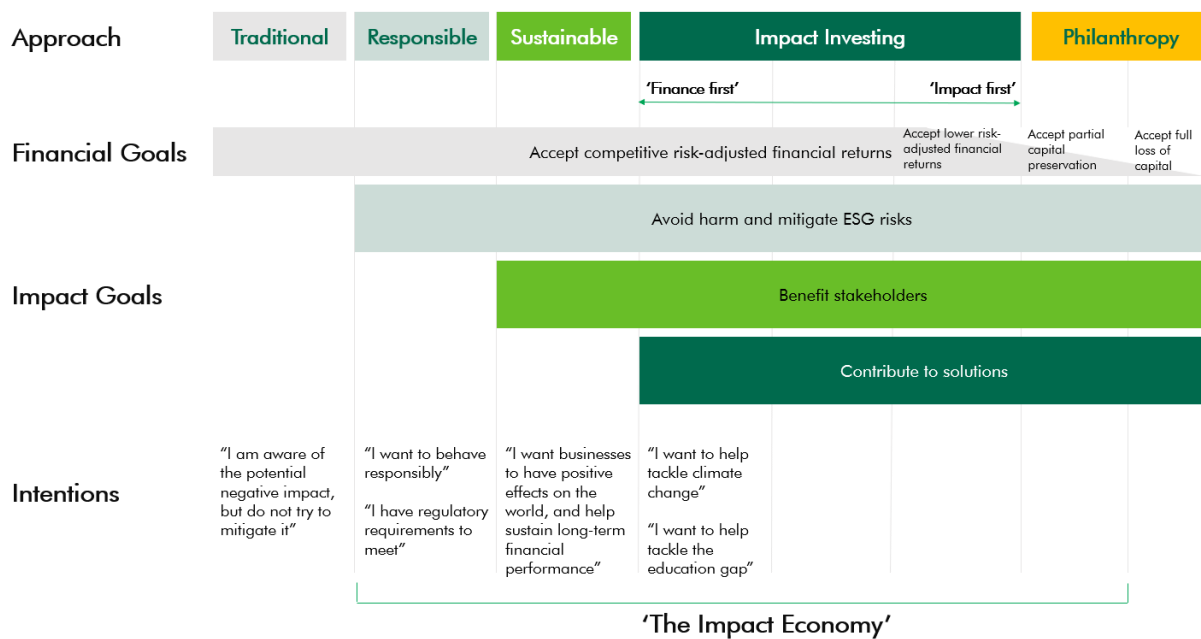
2.1. INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt de basis gelegd aangaande positieve maatschappelijke impact maken met vastgoed. Hierbij wordt onder meer ingegaan op verschillende definities, de aanleiding en het verschil tussen maatschappelijk en financieel rendement.

2.2. MAATSCHAPPELIJK VERANTWOORD BELEGGEN

Vermogensbeheerders zijn voornamelijk gericht op het realiseren van financieel rendement. Denk bijvoorbeeld aan het behalen van financieel rendement om te kunnen voldoen aan (toekomstige) uitkeringen van pensioengerechtigden. Naast financieel rendement wordt vooral gestuurd op financieel risico. Veel gebruikte theorieën die dit ondersteunen zijn de Moderne portefeuilletheorie van Harry Markowitz en het Capital Asset Pricing Model (Fama & French, 1993; Brown & Walter, 2013). Er zijn echter verschillende gradaties van beleggen, variërend van enkel focus op financiën (traditioneel) tot filantropie, zie onderstaande figuur.

Figuur 2: spectrum van kapitaal



Bron: Bridges Fund Management & The Impact Management Project (via CBRE, 2021)

De laatste jaren komt bij vermogensbeheerders steeds meer de nadruk te liggen op de maatschappelijke kant van investeren (Op 't Veld, 2019). Dit wordt ook wel maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB) genoemd. Volgens van Gool (2019) kent dit proces de volgende stappen:

1. uitsluiten van bepaalde sectoren, zoals de wapen- en tabaksindustrie;
2. integreren van ESG-criteria (Environmental, Social en Governance);
3. nastreven van engagement met ondernemingen waarin wordt belegd;
4. selecteren van best-in-class-ondernemingen;
5. impact investing als het meest ambitieuze duurzame doel.

In het kader van maatschappelijk verantwoord beleggen wordt ook de term maatschappelijk rendement genoemd, als aanvulling op financieel rendement. Het lijkt erop dat deze term voortvloeit uit het sturen op ESG-criteria, een duidelijke definitie hiervan ontbreekt echter.

Kijkend naar figuur 2 schuiven institutionele beleggers steeds verder op richting ‘impact investing’ in het spectrum van kapitaal. Op dit moment zijn ze vooral bezig met ‘sustainable’. Een belangrijke kanttekening bij voorgaande figuur is dat de overgang gradueel is, er zijn geen harde scheidslijnen tussen de verschillende vormen van investeren. Zo kan een belegger bijvoorbeeld zowel responsible zijn en op verschillende terreinen ook sustainable zijn.

2.2.1. IMPACT INVESTING

Zoals in de vorige paragraaf naar voren is gekomen, is impact investing het meest ambitieuze duurzame doel qua maatschappelijke verantwoord beleggen als ook financieel rendement gerealiseerd moet worden. Een veel aangehaalde definitie van impact investing, ook binnen de vastgoedsector, is die van het Global Impact Investing Network (GIIN) (2020). Zij omschrijven impact investing als volgt: *“Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.”* De Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling hanteert een vergelijkbare definitie, waarbij ze benadrukken dat het om een competitief financieel rendement moet gaan (VDBO, 2020). Bij deze definitie van impact investing staan drie belangrijke kenmerken centraal die ook door Op ’t Veld (2019), INREV (2020) en Folker (2021) aangehaald worden:

1. Intentionaliteit: heeft de investering een doelbewust positief maatschappelijk effect?
2. Additionaliteit: genereert de investering een verandering die anders niet was opgetreden?
3. Meetbaarheid: zijn de maatschappelijke effecten van investering meetbaar?

Brest en Born (2003) definiëren impact investing als: *“actively placing capital in enterprises that generate social or environmental goods, services, or ancillary benefits such as creating good jobs, with expected financial returns ranging from the highly concessionary to above market.”* Deze definitie is volgens hen alleen van toepassing op impact investing met bovenstaande kenmerken als een voorwaardelijk goed. Ook Jackson (2013) spreekt over voorwaarden waaraan een maatschappelijke investering moet voldoen: intentionaliteit en de mate waarin de investering ook daadwerkelijk impact maakt, gelijkend aan bovenstaande additionaliteit. Hiermee is maatschappelijk verantwoord beleggen geen loze belofte, maar een investering die daadwerkelijk positieve impact maakt. Dit is gelieerd aan investeringen die impact lijken te maken, maar feitelijk de term impact investing misbruiken, door een investering ‘groen’ of ‘duurzaam’ te noemen, ook wel aangeduid als ‘greenwashing’ (VBDO, 2020).

Impact investing gaat over de consequenties voor de wereld en gaat daarmee verder dan sturen op ESG-criteria. Bij ESG staat de financieel materiële impact op de portefeuille centraal. Impact investing gaat een stap verder en gaat over de impact van de portefeuille op de wereld (Op ’t Veld, persoonlijke communicatie, 15 oktober 2020). Het gaat daarbij om het formuleren van doelstellingen om impact te maken.

In dit onderzoek wordt bij positieve maatschappelijke impact met name gekeken naar milieu- en sociale factoren, aangezien deze factoren concreet te maken zijn voor het vastgoed en haar huurders. Ook INREV (2020) focust op deze twee factoren in een position paper over impact investing. Deze factoren sluiten aan bij de pijlers ‘Environmental’ en ‘Social’ van ESG. De pijler ‘Governance’ uit ESG wordt bewust niet meegenomen in dit onderzoek, omdat dit met name de organisatie raakt en minder het vastgoed en haar huurders.

2.3. WAAROM INVESTEREN MET POSITIEVE MAATSCHAPPELIJKE IMPACT?

Zoals in de vorige paragraaf is beschreven, komt de laatste jaren bij vermogensbeheerders steeds meer nadruk te liggen op de maatschappelijke kant van investeren. Veranderende richtlijnen en wet- en regelgeving is (top-down) een belangrijke oorzaak van deze ontwikkeling. Door hier aan te voldoen behouden vastgoedvermogensbeheerders een ‘license to operate’ en hebben ze een bestaansrecht. Het is een strategische keuze van de organisatie of enkel aan wet- en regelgeving wordt voldaan, of dat men ambitieuzer wil zijn en een hoger doel (purpose) heeft. Dit laatste kan omschreven worden als de intrinsieke motivatie om maatschappelijk relevant te zijn om belangeloos een positieve bijdrage aan de samenleving te leveren (ULI, 2021). Deze motivatie kan echter ook aanwezig zijn, omdat dit de concurrentiepositie van vermogensbeheerders bevordert en hiermee de reputatie van de organisatie wordt versterkt. Daarnaast kan hiermee meer bewuste bedrijfsvoering worden gevoerd dat kan leiden tot betere rendementen op lange termijn (Brest & Born, 2003; van Gool, 2019, ULI, 2021).

Wanneer gesproken wordt over ‘license to operate’ en dus het voldoen aan wet- en regelgeving voor maatschappelijk verantwoord beleggen, dan gaat het om wet- en regelgeving die in het leven zijn geroepen om impact investing in investeringsdoeleinden te bevorderen en te faciliteren op een minimaal drempelniveau. Hieronder volgt een beknopte uitzetting van enkele belangrijke recente richtlijnen en wet- en regelgeving aangaande maatschappelijk verantwoord beleggen:

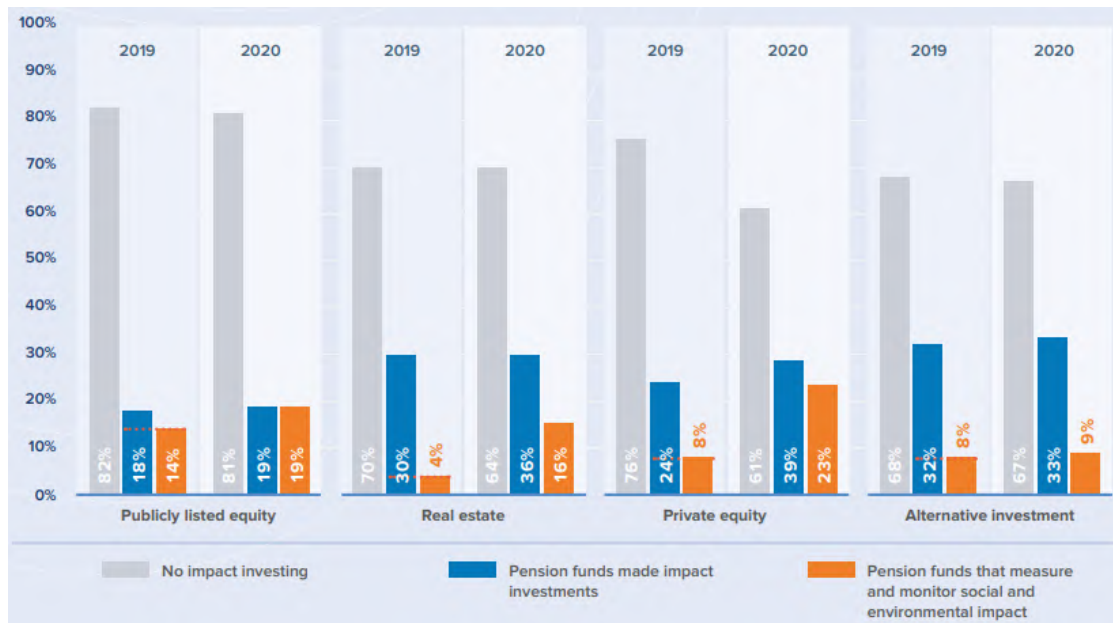
- Het Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen (IMVB) dat in december 2018 door een grote groep pensioenfondsen is getekend. De grondslag van de IMVB zijn de OESO-richtlijnen voor multinationale ondernemingen en de UN Guiding Principles on Business and Human Rights (UNGP’s). De OESO-richtlijnen zijn gericht op het voorkomen en herstellen van negatieve impact, terwijl de UNGP’s normen omvatten om mensenrechten te respecteren. Het convenant stelt dat externe dienstverleners van pensioenfondsen en verzekeraars, zoals vastgoedvermogensbeheerders, ook handelen conform deze OESO-richtlijnen en UNGP’s (SER, 2018). De IMVB is hiermee met name gericht op ketenverantwoordelijkheid.
- De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) is Europese wetgeving die op 10 maart 2021 is ingegaan. De SFDR bestaat uit twee niveaus, waarvan enkel het eerste niveau (level 1) momenteel in werking is getreden. Daarnaast worden drie verschillende soorten producten onderscheiden, namelijk: neutrale producten (artikel 6), producten met aandacht voor ecologische en/of sociale kenmerken (artikel 8) of duurzame beleggingen (artikel 9). Dit laatste artikel staat gelijk aan impact investing. Een aanbieder van een product, zoals een vastgoedfonds, moet kiezen uit één van deze artikelen. Ook het rapporteren van negatieve effecten van beleggingen (artikel 4) is onderdeel van deze wetgeving (AFM, 2020).
- De Europese Unie heeft EU Taxonomy opgesteld om duurzame activiteiten te classificeren. Hierbij wordt gefocust op zaken die positief bijdragen aan maatschappelijke vraagstukken. Deze taxonomie gaat per januari 2022 in en is opgesteld als hulpmiddel om de doelen van de European Green Deal te bereiken (European Commission, 2020). De Europese Unie wil met de SFDR en EU Taxonomy een gelijk speelveld creëren.

2.4. POSITIEVE MAATSCHAPPELIJKE IMPACT MAKEN MET VASTGOED

Hoewel impact investing mogelijk is in diverse sectoren en beleggingscategorieën, wordt in dit onderzoek specifiek gekeken naar vastgoed. De belangrijkste reden hiervoor is dat de organisatie Bouwinvest centraal staat in dit company research paper. Bouwinvest investeert namens haar klanten, met name pensioenfondsen, onder meer via haar eigen fondsen in Nederlands direct vastgoed.

Momenteel wordt al aan impact investing gedaan door pensioenfondsen. In de benchmark verantwoord beleggen onder pensioenfondsen van de VBDO uit 2020 kwam naar voren dat zowel de beleggingscategorieën vastgoed als private equity een grote groei kende qua impact investing, zie onderstaande figuur (VBDO, 2020).

Figuur 3: impact investing door pensioenfondsen 2019-2020



Bron: VBDO, 2020

Een belangrijke uitdaging bij impact investing is het meten en monitoren van positieve maatschappelijke impact. Zoals bovenstaande figuur laat zien, neemt het aandeel pensioenfondsen dat dit doet wel toe. Echter blijkt uit deze benchmark dat 10% van de deelnemende pensioenfondsen bij implementatie een concreet stappenplan heeft met tijdsgebonden en meetbare doelen (VBDO, 2020). Een belangrijke kanttekening hierbij is dat de grotere pensioenfondsen dit wel hebben, zij vertegenwoordigen de ruime meerderheid van het totaal belegd vermogen.

De vastgoedsector speelt een belangrijke rol bij de vraagstukken die in het kader van impact investing bestaan. Zo is de gebouwde omgeving bijvoorbeeld verantwoordelijk voor 40% van de energieconsumptie en CO₂-productie van Nederland. Hiermee heeft vastgoed een sleutelpositie met betrekking tot de oplossing van een deel van de milieuproblematiek (Mulder, et al., 2016). Vastgoed is dus voor een deel de oorzaak, maar vormt tegelijkertijd ook een deel van de oplossing van het CO₂-vraagstuk. Denk hierbij aan het verduurzamen van de bestaande voorraad, waarbij gebouwen van het aardgas halen een concreet doel is uit het Nederlandse klimaatakkoord. Daarnaast kan de vastgoedsector ervoor zorgen dat nieuwbouw voldoet aan de eisen die zijn gesteld in het Akkoord van Parijs.

De vastgoedsector kan ook een belangrijke rol spelen bij sociale vraagstukken, zoals het zorgen voor leefbare steden en betaalbaarheid van woningen. Aangezien doelen op het sociale vlak minder goed te operationaliseren zijn, zijn ze relatief onderbelicht. Hier ligt dus een uitdaging voor vastgoedvermogensbeheerders.

Een andere uitdaging is het operationaliseren van impact investing. Zoals in paragraaf 2.2 naar voren is gekomen, zijn er geen harde scheidslijnen tussen de verschillende vormen van investeren. Mede hierdoor ontstaat het risico dat organisaties aangeven aan impact investing te doen maar feitelijk vooral sturen op ESG-criteria. Een voorbeeld hiervan is het investeren in middenhuurwoningen.

Sec het investeren hierin, primair om financieel rendement te behalen, kwalificeert niet als impact investing. Zoals in paragraaf 2.2.1 is beschreven, moet daarvoor onder meer aan intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid worden voldaan.

Er zijn verschillende meetinstrumenten die momenteel door vastgoedvermogensbeheerders worden ingezet om doelen ten aanzien van ESG of positieve maatschappelijke impact te beschrijven. Een belangrijk instrument ten aanzien van ESG is GRESB, dat staat voor Global Real Estate Sustainability Benchmark. Deze benchmark wordt ook door Bouwinvest gehanteerd, meer hierover in hoofdstuk 5.

Bij het sturen op positieve maatschappelijke impact wordt vooral verwezen naar de Sustainable Development Goals van de VN. In totaal zijn er 17 hoofddoelen geformuleerd, zie onderstaande figuur. Hieraan zijn 169 onderliggende doelstellingen gekoppeld (VN, 2015). Op 't Veld (2019) stelt overigens vast dat met name grotere organisaties rapporteren op de SDG's en dat organisaties met een maatschappelijk profiel dat in mindere mate doen. En dat terwijl deze laatstgenoemde organisaties wel degelijk positieve maatschappelijke impact maken. Hierin ligt nog een ambitie om eenduidig over de gemaakte impact te rapporteren over de gehele linie van organisaties. Teruggrijpend op de kenmerken van impact investing (intentionaliteit, additionaliteit, meetbaarheid) bestaat de kans dat grotere bedrijven wel beter rapporteren over hun maatschappelijke bedrijfsvoering aan de hand van deze SDG's, maar dat de additionaliteit hiervan niet gemeten wordt terwijl kleine organisaties juist daar de toegevoegde waarde behalen (Brest & Born, 2003).

Figuur 4: Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties

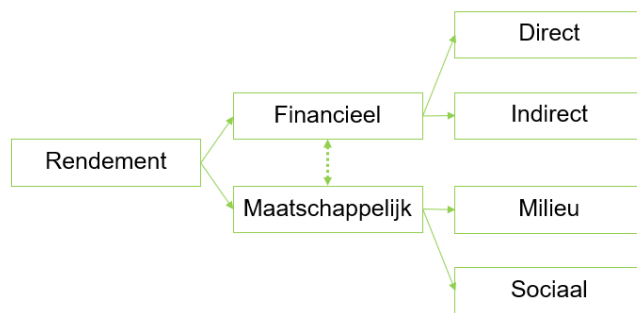


Bron: VN, 2015

2.5. MAATSCHAPPELIJK VERSUS FINANCIËEL RENDEMENT

Door in te zetten op maatschappelijk verantwoord beleggen, worden vastgoedvermogensbeheerders gedwongen om verder te kijken dan enkel financieel rendement. Zoals in paragraaf 2.2 naar voren kwam, wordt in dit kader vaker gekeken naar maatschappelijk rendement. De moeilijkheid is dat hier echter een duidelijke definitie van mist, vooral als het gaat over het meetbaar maken. Dit laatste is in het kader van transparantie belangrijk voor vastgoedvermogensbeheerders en haar stakeholders. Financieel rendement kan worden uitgedrukt in direct rendement (huurinkomsten) en indirect rendement (waardestijging vastgoed). In dit onderzoek wordt maatschappelijk rendement onderverdeeld in milieu en sociaal, zie volgende figuur.

Figuur 5: onderverdeling financieel en maatschappelijk rendement



Bron: eigen bewerking, 2021

De wens van de klanten en andere stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders is dat het realiseren van maatschappelijk rendement niet ten koste gaat van financieel rendement. Beide vormen van rendement kunnen hand in hand gaan. Een voorbeeld hiervan is dat energiezuinige woningen (energielabel A & B) tegen een prijspremie worden verkocht ten opzichte van minder energiezuinige woningen (Brounen, 2019).

Momenteel mist echter inzicht in het verdienmodel van het inzetten op maatschappelijk rendement. Eén van de oorzaken hiervan is dat ondanks de langetermijnfocus van institutionele beleggers vaak vooral naar de korte termijn wordt gekeken. Zo is het bijvoorbeeld gebruikelijk dat directe vastgoedfondsen een driejarrenplan opstellen waarin zij onder meer de strategie en rendementsverwachtingen uiteenzetten. Korte en lange termijn kunnen elkaar echter bijten. Impact investing vraagt een langere tijdshorizon dan enkel focussen op financieel rendement. Het realiseren van positieve maatschappelijke impact hoeft echter niet ten koste te gaan van financieel rendement (Kempen, 2019).

2.6. CONCLUSIE

Bij de klanten van vermogensbeheerders komt steeds meer de focus te liggen op maatschappelijk verantwoord beleggen. Veranderende richtlijnen en wet- en regelgeving zoals de IMVB, SFDR en de EU Taxonomy zijn top-down een belangrijke oorzaak voor deze ontwikkeling. Daarnaast speelt mee dat bottom-up steeds meer organisaties intrinsiek een positieve maatschappelijke bijdrage willen leveren. Zij kiezen vrijwillig om verder te gaan dan de wet- en regelgeving voorschrijft. Bovendien leent de vastgoedsector zich goed om positieve maatschappelijke impact te maken.

Impact investing is het meest ambitieuze duurzame doel qua maatschappelijke verantwoord beleggen en gaat hiermee verder dan sturen op ESG-criteria, dat veel vastgoedvermogensbeheerders tot op heden vooral doen. Het belangrijkste verschil is dat impact investing op de maatschappij focust, terwijl sturen op ESG-criteria enkel naar de eigen portefeuille kijkt. Vanwege de fiduciaire verantwoordelijkheid zijn vastgoedvermogensbeheerders verplicht om te kiezen voor ‘finance first’ bij impact investing, er moet dus financieel rendement behaald worden.

Vastgoedvermogensbeheerders willen een zo goed mogelijk beleggingsresultaat halen. Zowel sturen op financieel rendement als maatschappelijk rendement vormt hierbij een uitdaging. De belangrijkste oorzaak hiervoor is dat vastgoedvermogensbeheerders afgerekend worden op financieel rendement op de korte termijn, terwijl maatschappelijk rendement een langetermijnfocus vraagt. Daarnaast speelt mee dat er in veel gevallen nog onvoldoende kennis en expertise aanwezig is om positieve maatschappelijke impact te meten en monitoren. Vastgoedvermogensbeheerders missen op dit moment handvatten om hiermee aan de slag te gaan.

3. THEORETISCH KADER

3.1. INLEIDING

In dit onderzoek staan twee theoretische benaderingen centraal om de onderzoeksvragen uit hoofdstuk 1 te beantwoorden. De theory of change wordt ingezet omdat deze planningstheorie aansluit bij de veranderingen die gaande zijn betreft het realiseren van positieve maatschappelijke impact naast het sturen op financieel rendement. Daarnaast wordt stakeholder engagement ingezet vanwege het belang dat er voldoende draagvlak is voor een dergelijke strategische veranderingen. In de volgende paragrafen wordt hier dieper op ingegaan.

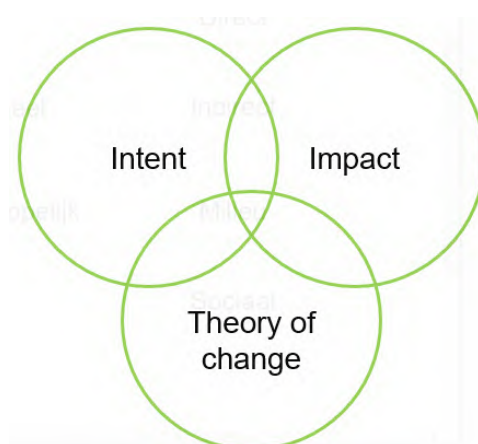
3.2. THEORY OF CHANGE

Sturen op positieve maatschappelijke impact, naast financieel rendement, vergt voor organisaties zoals vastgoedvermogensbeheerders veelal een verandering qua bedrijfsvoering en strategie. Strategische planning staat hierin centraal. Bij dit type vraagstukken wordt in veel gevallen gebruik gemaakt van de theory of change.

De theory of change is een verzameling aan planningstheorieën over verandering, waarbij het resultaat voorop staat. De theory of change komt oorspronkelijk uit het veld van programmaevaluatie, en wordt ook direct gekoppeld aan impact investing, zie onderstaande figuur (Jackson, 2013). De theorie gaat uit van het toetsen van resultaten of verandering door een beeld te vormen bij de verwachting welke stappen of interventies nodig zijn om de gewenste verandering te bereiken. Kusek & Rist (2004) omschrijven een theory of change als volgt: *“a representation of how an intervention is expected to lead to desired results”*. Hier ook ligt de focus op de gezette stappen die nodig zijn om een gewenst resultaat of verandering teweeg te brengen.

In een andere studie van Kusek & Rist (2001) wordt gesproken over de verschuiving in focus op het traditionele rapporteren van input, activiteiten en output om veranderingen te meten (gezette stappen), naar de daadwerkelijke resultaten en impact die zijn gegenereerd met de doorlopen stappen om vanuit daar de gezette stappen te evalueren. Deze manier van evalueren dwingt besluitvormers meer om verantwoordelijkheid te nemen voor deze behaalde resultaten en kritisch te kijken naar het proces. Heeft verandering daadwerkelijk plaatsgevonden zoals werd verwacht en zijn er mogelijk andere manieren geweest om de verandering teweeg te brengen zijn daarin relevante vragen (Jackson, 2013).

Figuur 6: belangrijkste componenten van impact investing



Bron: Jackson, 2013

De verschuiving van sec de focus op input, activiteiten en output naar het domein van de resultaten van deze activiteiten, wordt ook onderschreven door de W.K. Kellogg Foundation (2004). In de 'logic model development guide' zijn de traditionele taken van input, activiteiten en output verrijkt met de uitkomsten van deze activiteiten en de mate waarmee het doel is behaald, zie volgende figuur.

Figuur 7: theory of change model

	Inputs	Activities	Outputs	Outcomes	Impacts
Definition	Resources (capital, human) invested in the activity	Concrete actions of the investee	Tangible products from the activity	Changes resulting from the activity	Broader change occurring in communities or systems resulting from the activity
Application/example indicators	\$, number of people, etc.	Development and implementation of programs, building new infrastructure, etc.	Measurable actions or conditions that assess progress against specific operational activities, e.g. Number of people reached, items sold	Measurable actions or conditions that demonstrate progress towards specific outcomes, e.g. increased access to education	Effects on broader target population, e.g. sustained drop in poverty, increase in literacy rates

Bron: W.K. Kellogg Foundation, 2004






De theory of change wordt ook gebruikt in het domein van maatschappelijke investeringen om gewenste resultaten in impact investing te evalueren en te meten. Jackson (2013) leert dit aan "development evaluation", waarin evaluatie wordt benut om na te gaan of investering echt daadwerkelijk de gewenste effecten heeft gegenereerd. Het is daarmee een manier om investeerders een spiegel voor te houden of hun maatschappelijke investering ook daadwerkelijk de gewenste impact genereert. Hiermee is de theory of change een hulpmiddel om zowel de impact als de intentie van de investering te duiden, zie figuur 6. Ook Brest (2010) gebruikt development evaluation als een manier om theory of change goed toe te passen en noemt dit de developmental approach. Brest definieert de theory of change als een empirische basis die onder elke sociale interventie ten grondslag ligt. Juist op die empirische basis zijn kritische noten geplaatst, waar wordt aangenomen dat theory of change vooral ten goede komt in statische omgevingen, waar je kan blijven leren over wat wel en niet werkt totdat je tot het beste resultaat komt. Dit is geen afspiegeling van de werkelijkheid, waar processen grilliger verlopen en externe factoren niet altijd uit te sluiten zijn (Brest, 2010). Ratana et al. (2020) komt tot eenzelfde conclusie door aan te tonen dat ideeën over de manier van het teweegbrengen van verandering door de jaren heen is veranderd door kenterende maatschappelijke tendensen, zoals de opkomst van technologie en de verschuiving van top-down beleid naar meer bottom-up beleidsvormen. Juist om die reden is het constant evalueren van resultaten een belangrijke voorwaarde om theory of change goed toe te passen, waarmee de theorie haar relevantie behoudt.

Het toepassen van theory of change heeft hiermee twee belangrijke componenten: naast dat de theorie helpt een beeld te vormen bij de verwachting van een stap of interventie voor een gewenst resultaat, is het ook van belang om die interventie en stappen constant te blijven evalueren. Terugkomend op de waarde van deze theorie voor impact investing kan het op deze wijze toepassen van theory of change helpen om de niet-financiële doelen van een organisatie te operationaliseren, te evalueren en bovenal om de impact daarvan te meten. Enkele recente praktijkvoorbeelden hiervan zijn:

- Kempen (2019) heeft een whitepaper over impact investing opgesteld waarin de theory of change nadrukkelijk naar voren komt.
- Triodos Investment Management (2019) noemt de theory of change een instrument om effectief aan impact investing te doen.
- INREV (2020) beschrijft de theory of change als een veelgebruikte methode door investeerders die aan impact investing willen doen.
- ULI (2021) hanteert de theorie of change om in kaart te brengen waar hiaten zijn in het sturen op sociale factoren door vastgoedpartijen.

Er zijn diverse hulpmiddelen voorhanden om de theory of change in de praktijk in te zetten. Een veel gebruikt praktijkvoorbeeld bij impact investing is de Simple Theory of Change Checklist van GIIN (2021). Hiermee kunnen prioriteiten en strategische doelstellingen worden gedefinieerd en welke stappen doorlopen kunnen worden om dat te bereiken. Daarnaast heeft het Impact Management Project vijf dimensies van impact investing geformuleerd, zie figuur 8.

Figuur 8: vijf dimensies van impact investing

Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
 What	<ul style="list-style-type: none"> •What outcome is occurring in the period? •Is the outcome positive or negative? •How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?
 Who	<ul style="list-style-type: none"> •Who experiences the outcome? •How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?
 How Much	<ul style="list-style-type: none"> •How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?
 Contribution	<ul style="list-style-type: none"> •Would this change likely have happened anyway?
 Risk	<ul style="list-style-type: none"> •What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?

Bron: Impact Management Project, 2021

Bovenstaande figuur laat zien dat het definiëren van doestellingen geen top-down gestuurd proces is, waar een bestuurder of beslisser een doelstelling bedenkt en, zoals Kusek & Rist (2001) formuleerde, een eigen stappenplan uitrolt, maar dat evaluatie van deze stappen steeds belangrijker wordt. Ratana et al. (2020) hebben opgemerkt dat onder andere de opkomst van technologie en veranderend mensbeeld hier een belangrijk aandeel in heeft gehad. Technologische ontwikkelingen hebben gezorgd voor meer openheid en connectie met en tussen mensen, waardoor gemaakte beslissingen voor meer mensen openbaar worden. Ook de maatschappelijke verschuiving van top-down gestuurde processen naar een meer bottom-up benadering heeft bijgedragen aan de implementatie van development evaluation zoals Jackson (2013) en Brest (2010) stelden. Voor Ratana et al. (2020) betekent dit vooral dat managers die veranderingen willen doorvoeren goed moeten nadenken over de elementen die ze mee nemen in het proces om tot die verandering te komen. Het betrekken van mensen is hierin van belangrijke waarde. In de volgende paragraaf zal dit element nader worden toegelicht door middel van stakeholder engagement.

3.3. STAKEHOLDER ENGAGEMENT

In de afgelopen decennia is er een algemene verschuiving gaande van top-down beleid van organisaties waar managers besluiten nagenoeg solitair nemen naar een meer bottom-up benadering waarin andere individuen met een belang in de organisatie een bijdrage kunnen leveren aan de doelstelling en besluiten van de organisatie (Svendsen, 2000, Schramade et al., 2021). Svendsen (2000) wijt deze verschuiving aan de opkomst van wereldwijde netwerken, waarbij de technologische ontwikkelingen een belangrijke rol spelen. Deze verbondenheid dwingt organisaties om in plaats van eenzijdige communicatie, stakeholders via dialoog aan hen te binden. Stakeholders zijn individuen of een groep die invloed hebben op de organisatie of waar de organisatie invloed op heeft (Svendsen, 2000; Freeman, 2004). Ook specifiek voor de beleggingswereld zit dit in de verschuiving van de traditionele focus op aandeelhouders (shareholders) naar stakeholders, waarbij waarde voor aandeelhouders primair werd gerealiseerd doormiddel van het maximaliseren van financiële waarde (Friedman, 1970; Schramade et al., 2021).

Juist het enkel sturen op financieel rendement en daarmee ten koste gaande van milieu en sociaal-maatschappelijke factoren kan volgens Svendsen (2000) leiden tot verliezen voor aandeelhouders. Dit in plaats van winst doordat in dit geval stakeholders zich niet (meer) willen binden aan de organisatie. Ook Palazzo & Scherer (2016) onderschrijven voorgaande in breder perspectief door te stellen dat als de maatschappij een negatieve connotatie heeft met een organisatie, dat dit de reputatie van het bedrijf, de steun van investeerders en daarmee potentieel financieel rendement tenietdoet. Omgekeerd kan gesteld worden dat het betrekken van stakeholders in besluitvorming positief bijdraagt aan de bedrijfsvoering van organisaties en hun intrinsieke maatschappelijke doelstellingen. De mate van betrokkenheid van stakeholders is hierbij relevant. Desai (2017) omschrijft de mate waarin stakeholders betrokken kunnen worden in organisaties om doelstellingen te bereiken die anders niet behaald kunnen worden. Voorgaande kunnen samenwerkingen zijn met eenzelfde soort organisatie of samenwerkingen met een meer diffuse groep, zoals klanten en werknemers, ook wel stakeholder engagement genoemd. Desai (2017) formuleert (collaborative) stakeholder engagement als: *“..organizational partnerships with dispersed stakeholder groups, such as customers, communities, advocacy groups, or other parties, to pursue or accomplish shared goals.”*

Stakeholder engagement kan zorgen voor draagvlak van belangrijke stakeholders. De mate waarin stakeholders betrokken kunnen worden in bedrijfsvoering is hierbij relevant en kan per stakeholder verschillen. Een essentieel onderdeel van samenwerken met stakeholders is de mate van participatie. Heller et al. (1988) hebben zes participatievormen geformuleerd, zie onderstaande tabel. Deze participatievormen lopen van geen participatie (niets weten) tot veel participatie (meedoen).

Tabel 1: zes participatievormen

Participatievorm	Beschrijving
Niets weten	Geen informatie verstrekken
Meeweten	Alleen informatie verstrekken
Meedenken	Mogelijkheid tot het geven van advies
Meebeslissen	De adviezen spelen mee in de besluitvorming
Meedoen	Gezamenlijke besluitvorming
Zelf doen	Volledige besluitvorming

Bron: Heller et al., 1988

3.4. CONCLUSIE

Het sturen op positieve maatschappelijke impact, naast financieel rendement, vergt voor organisaties zoals vastgoedvermogensbeheerders veelal een verandering qua bedrijfsvoering en strategie. Om deze verandering in te zetten kan strategische planning worden ingezet. Een veel gebruikt hulpmiddel bij het realiseren van positieve maatschappelijke impact is de theory of change. In deze theorie wordt aan de hand van vijf onderdelen een strategische planning gemaakt, waarbij 'inputs' uiteindelijk resulteren in 'impacts' (Kusek & Rist, 2004). Het inzetten van de theory of change kan vastgoedvermogensbeheerders helpen om de intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid van positieve maatschappelijke impact te operationaliseren. Daarnaast kan deze theorie de stappen inzichtelijk maken die ze op korte termijn kunnen zetten om aan de langetermijneisen van stakeholders te voldoen.

Een organisatie kan een ingrijpende verandering in haar bedrijfsstrategie niet invoeren zonder te maken te krijgen met interne en externe stakeholders. Gezien de complexiteit van impact investing is het belangrijk om te weten wat de wensen en eisen van de belangrijkste stakeholders zijn. Hierin kan bottom-up inzage in worden verkregen door middel van participatie. Stakeholder engagement is een theoretische benadering die hierbij ingezet kan worden en onder meer kan helpen bij de vraag hoe ze betrokken kunnen worden bij strategische veranderingen. Het betrekken van stakeholders in besluitvorming kan positief bijdragen aan de bedrijfsvoering van organisaties en hun intrinsieke maatschappelijke doelstellingen. Heller et al. (1988) hebben zes participatievormen geformuleerd, variërend van geen participatie (niets weten) tot veel participatie (meedoen).

4. METHODOLOGIE

4.1. INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de methodologische verantwoording van het onderzoek. Centraal staat aan de hand van welke strategie en methode de in het eerste hoofdstuk geformuleerde onderzoeksvragen worden beantwoord.

4.2. ONDERZOEKSSTRATEGIE

Als startpunt van een onderzoek is het van belang om een onderzoeksstrategie te bepalen. Een onderzoeksstrategie wordt door Verschuren & Doorewaard (2021) omschreven als samenhangende beslissingen over de wijze waarop het onderzoek wordt uitgevoerd. Zij onderscheiden hierbij de volgende drie kernbeslissingen:

- breedte of diepgang;
- kwalitatief of kwantitatief onderzoek;
- empirisch- of bureauonderzoek.

De centrale onderzoeksvraag is: *Hoe kunnen vastgoedvermogensbeheerders anticiperen op veranderende eisen en wensen van stakeholders op het vlak van positieve maatschappelijke impact bij het investeren in direct vastgoed?* Gezien de inkadering van de onderzoeksvraag is gekozen voor diepgang. Deze keuze sluit ook aan bij de scope van dit onderzoek, dat een company research paper betreft. De organisatie waar de onderzoeker werkzaam is, Bouwinvest, staat hierin centraal.

Voor het onderzoek is zowel gekozen voor kwalitatief (interviews) als kwantitatief (survey) onderzoek, waarbij de nadruk ligt op kwalitatief onderzoek. Tot slot is gekozen voor een combinatie van zowel empirisch- als bureauonderzoek, met eveneens een nadruk op de eerste vorm.

Na het nemen van de drie kernbeslissingen kan een onderzoekstrategie gekozen worden. Verschuren en Doorewaard (2021) onderscheiden de vijf belangrijkste strategieën: survey, experiment, casestudy, gefundeerde theoriebenadering en bureauonderzoek. Voor dit onderzoek is, net als bij de kernbeslissingen, voor een combinatie van strategieën gekozen. Bureauonderzoek vormt, samen met interviews, input voor een survey. Door te starten met inhoudsanalyse en interviews heeft de onderzoeker voldoende kennis over het onderwerp kunnen ontwikkelen om een organisatie specifieke survey op te stellen. De geïnterviewden zijn zorgvuldig gekozen, om te zorgen dat de uitkomsten daarvan voldoende valide en betrouwbaar zijn. Bij de selectie van deze respondenten is gekeken naar het kennisniveau en de rol binnen Bouwinvest of het werkveld, meer hierover in de volgende paragraaf.

4.3. ONDERZOEKMETHODEN

In deze paragraaf wordt ingegaan op de drie onderzoeksmethoden die voor dit onderzoek zijn gehanteerd. Naast een inhoudelijke toelichting wordt beschreven waarom voor deze methode is gekozen en welke volgorde is gehanteerd.

4.3.1. INHOUDSANALYSE

Het onderzoek is gestart met inhoudsanalyse, hiermee is een inhoudelijke basis gelegd over het onderwerp. Inhoudsanalyse is het genereren van gegevens uit documenten, media, literatuur en de werkelijkheid (Verschuren & Doorewaard, 2021). Enerzijds is een literatuurstudie gedaan naar impact investing, de theory of change en stakeholder engagement, anderzijds is aan de hand van strategische documenten van Bouwinvest onderzocht welke stappen de organisatie tot dusver heeft gezet om naast financieel rendement ook op maatschappelijke rendement te sturen. Hierbij is vooral gekeken naar kwalitatieve gegevens. De resultaten van de inhoudsanalyse vormde de input voor de interviewvragen, meer hierover in de volgende paragraaf.

4.3.2. INTERVIEW

Na het afronden van de inhoudsanalyse zijn de interviewvragen opgesteld en geïnterviewden geselecteerd. Het doel van de interviews was om de hiaten van de inhoudsanalyse op te vullen. Er is gekozen om zowel interne als externe personen te interviewen, met als doel om een zo compleet mogelijk beeld te krijgen hoe zij tegen impact investing bij een vastgoedvermogensbeheerder als Bouwinvest aankijken en wat mogelijke toekomstige wensen en eisen van stakeholders zijn.

Voor dit onderzoek is gekozen voor individuele interviews, aangezien het in de fase waarin de interviews werden gehouden specifiek ging over de individuele kennis en expertise die de geïnterviewden hebben over het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Qua type interviews zijn drie varianten te onderscheiden: ongestructureerd, semigestructureerd en gestructureerd. Boeije (2005) classificeert ongestructureerde en de semigestructureerde interviews tot kwalitatieve onderzoeksmethoden. De interviews die in het kader van het onderzoek zijn uitgevoerd waren semigestructureerd. Hierdoor konden de resultaten door middel van coderen onderling vergeleken worden, daarnaast was er voldoende vrijheid voor aanvullende vragen.

In totaal zijn acht respondenten face-to-face individueel geïnterviewd, zie onderstaande tabel. Vanwege de maatregelen omtrent Covid-19 zijn de interviews door middel van Microsoft Teams afgenomen. De geïnterviewden zijn gekozen vanwege hun kennis over de belangrijke aspecten aangaande impact investing: vastgoed, wensen van relevante stakeholders en maatschappelijk verantwoord beleggen. Daarnaast zijn ze ook geselecteerd op de bredere scope en het vermogen om te reflecteren op effecten van toekomstige ontwikkelingen. Er is bij de externe geïnterviewden bewust nadruk gelegd op personen die inzage hebben in de wensen van klanten van Bouwinvest, aangezien dit belangrijke stakeholders zijn.

Tabel 2: overzicht geïnterviewden

Naam	Organisatie	Functie
Allard van Spaandonk	Bouwinvest	Chief Investment Officer Dutch Investments
Mark Siezen	Bouwinvest	Chief Client Officer
Micha Reusen	Bouwinvest	Head of Sustainability & Innovation
Wendy Verschoor	Bouwinvest	Lid Raad van Commissarissen
Reinout de Jonge	bpfBOUW	Manager Vermogensbeheer (specialisme ESG)
Vincent van Bijleveld	Finance Ideas	Directeur duurzaam beleggen
Norbert Bol	Sweco Capital Consultants	Chief Investment Officer
Lennert Middelkoop	Deloitte Real Estate	Partner

De interviews bestonden uit tien vragen, onderverdeeld naar drie hoofdthema's: maatschappelijk rendement, impact investing en stakeholders (zie separate bijlage). Deze opbouw zorgde voor een duidelijke structuur van de interviews, waardoor de uitkomsten onderling vergelijkbaar waren. Daarnaast is gezorgd voor aansluiting bij het theoretisch kader van het onderzoek.

Zo zijn de verschillende onderdelen van de theory of change verwerkt in de eerste twee thema's. Daarnaast stond het laatste interviewthema volledig in teken van stakeholder engagement. De geïnterviewden hebben de vragen voorafgaand aan het interview ontvangen, inclusief een korte inleiding over het onderwerp. Voorgaande is te vinden in de separate bijlage.

Om de interviews te kunnen analyseren en onderling te vergelijken, is gekozen voor woordelijk transcriberen. Hiervoor is gekozen, aangezien de inhoud van de antwoorden centraal stond en niet specifiek hoe een antwoord tot uiting kwam. De uitgewerkte interviews zijn eveneens in de separate bijlage terug te vinden. Vervolgens zijn de uitkomsten van de interviews axiaal gecodeerd met behulp van het kwalitatieve softwareprogramma ATLAS. Op basis van de vragen en veelvoorkomende antwoorden is een codeboom (zie separate bijlage) opgesteld. De resultaten van de interviews vormden, samen met de inhoudsanalyse, de input voor de surveyvragen.

4.3.3. SURVEY

Als validatie van de interviews is tot slot gekozen om een survey uit te zetten onder medewerkers van Bouwinvest. De survey vormt een aanvulling op de diepgang van de interviews, omdat een grotere onderzoekspopulatie bereikt kon worden.

Aangezien niet alle medewerkers de vereiste kennis over het onderwerp hebben, is gekozen voor een steekproef onder verschillende afdelingen die zich inhoudelijk bezighouden met vastgoed en/of klanten. In totaal gaat het om 106 werknemers, van de in totaal 217 medewerkers van Bouwinvest (48,8%). Alle 106 werknemers hebben de survey gekregen, hiermee is het in principe een aselechte steekproef. Volgens Baarda et al. (2021) is dit het geval als alle respondenten een gelijke kans hebben om in de steekproef terecht te komen. Aan de andere kant zit er enige vorm van selectie in, aangezien het alleen om werknemers van Bouwinvest gaat en daarbinnen om enkele vooraf geselecteerde afdelingen, zie tabel 3.

De survey is in de periode 28 juni - 15 juli 2021 uitgezet. De respondenten hebben één reminder gehad om de respons te verhogen. Van de 106 werknemers hebben uiteindelijk 87 respondenten de survey ingevuld, zie onderstaande tabel. Bij een zekerheid van 95% en een foutmarge van 5% is de ideale steekproefgrootte 84, hier wordt aan voldaan. Hoewel in onderstaande tabel onderscheid wordt gemaakt naar afdeling, worden de uitkomsten enkel op de gehele populatie gebaseerd. Er is initieel wel gekeken naar leeftijd en hoe lang iemand binnen Bouwinvest werkzaam is, meer hierover in paragraaf 5.4.

Tabel 3: verdeling respondenten survey

Afdeling	Verstuurd	Ingevuld	Aandeel
Business Unit Nederland	69	58	84%
Business Unit International	15	9	60%
Client Management	9	7	78%
Finance & Control	8	8	100%
Shared Services	5	5	100%
Totaal	106	87	82%

Bron: survey, 2021

De survey bestond uit 20 vragen (zie separate bijlage), het merendeel bestond uit gesloten vragen met een ordinale schaal. Daarnaast zijn enkele open vragen toegevoegd om te zorgen voor diepgang. Vergelijkbaar met de interviews is de survey opgesteld aan de hand van de thema's: maatschappelijke rendement, impact investing en stakeholders.

Voor de verwerking van de survey resultaten is gebruik gemaakt is van het softwareprogramma Qualtrics. Daarnaast zijn enkele open vragen geanalyseerd en axiaal gecodeerd met behulp van het programma ATLAS.

4.4. VERANTWOORDING

Bij wetenschappelijk onderzoek is het van groot belang dat de onderzoeksresultaten consistent en navolgbaar zijn. Dit is vooral het geval bij kwalitatief onderzoek, aangezien de uitkomsten hiervan in hogere mate dan bij kwantitatief onderzoek op verschillende manieren geïnterpreteerd kunnen worden.

In dit onderzoek is inhoudsanalyse gecombineerd met interviews en een survey, er is dus sprake van methodetriangulatie. Deze aanpak verhoogt de (interne) validiteit en de betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten. Bovendien zijn de uitkomsten van zowel de interviews als de survey te vinden in een separate bijlage. Daarnaast is ook bronnentriangulatie toegepast, door zowel literatuur als bedrijfsdocumenten te analyseren (Verschuren & Doorewaard, 2021).

Aangezien het onderzoek een company research paper betreft, is met name gefocust op de situatie van Bouwinvest. Hiermee zijn de onderzoeksresultaten mogelijk beperkt te generaliseren naar andere vastgoedvermogensbeheerders. De externe validiteit van het onderzoek is hierdoor niet optimaal. Het is echter aannemelijk dat de conclusies en aanbevelingen relevant zijn voor andere Nederlandse vastgoedvermogensbeheerders, aangezien zij op veel vlakken (denk aan de type werkzaamheden en klanten) grote overeenkomsten vertonen met Bouwinvest.

De objectiviteit van het onderzoek is gewaarborgd door naast interviews (kwalitatieve methode) ook te kiezen voor een survey (kwantitatieve methode). Bovendien zijn de onderzoeksresultaten gedeeld en afgestemd met meerdere respondenten.

5. ONDERZOEKSRESULTATEN

5.1. INLEIDING

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de onderzoeksresultaten. De resultaten worden aan de hand van de gehanteerde onderzoeksmethoden uiteengezet, achtereenvolgens: inhoudsanalyse, interviews en survey.

5.2. INHOUDSANALYSE

Jaarverslagen vormen belangrijke externe documenten voor de inhoudsanalyse, aangezien hierin verantwoording wordt afgelegd aan de stakeholders van een organisatie. Sinds het jaarverslag uit 2018 onderschrijft Bouwinvest dat het een bijdrage wil leveren aan vier Sustainable Development Goals van de VN. In het meest recente jaarverslag zijn deze doelen als volgt geformuleerd:

Figuur 9: door Bouwinvest onderschreven Sustainable Development Goals



Bron: Bouwinvest, 2021a

Hiermee samenhangend heeft Bouwinvest in 2018 de zes Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties (UN PRI) ondertekend. Hiermee erkent de organisatie het belang van verantwoord beleggen en dat het ESG-criteria meeneemt in haar investeringsbeslissingen (Bouwinvest, 2021a).

Vanaf het jaarverslag 2018 wordt daarnaast ingegaan op de strategie verantwoord beleggen en ondernemen. Onderdeel hiervan zijn het waardecreatiemodel (zie bijlage A) en de materialiteitsmatrix (zie bijlage B). In het waardecreatiemodel maakt Bouwinvest inzichtelijk welk financieel, maatschappelijk en menselijk kapitaal wordt benut, hoe daar waarde aan wordt toegevoegd en wat dat voor de maatschappij betekent. Door inzicht te krijgen in deze samenhang, kan impact op de maatschappij in beeld worden gebracht, met als doel om passend te handelen (Bouwinvest, 2021a). Het waardecreatiemodel vertoont qua opbouw grote overeenkomsten met de theory of change, zie figuur 10.

Figuur 10: theory of change versus waardecreatiemodel Bouwinvest

Theory of change	Waardecreatiemodel Bouwinvest
<ul style="list-style-type: none">• Inputs• Activities• Outputs• Outcomes• Impacts	<ul style="list-style-type: none">• Input• Bedrijfsmodel• Output• Effect• Bijdrage aan UN SDG's

Bron: W.K. Kellogg Foundation, 2004; Bouwinvest, 2021a

Door het opnemen van een waardecreatiemodel in haar jaarverslagen maakt Bouwinvest de stap richting geïntegreerde rapportering. Deze vorm van rapportering betekent dat zowel financiële als niet-financiële resultaten worden beschreven. Hiermee wordt de koppeling gelegd met de missie en visie van de organisatie. De komende jaren worden hier verdere vervolgstappen in gezet.

In 2018 heeft Bouwinvest een materialiteitsanalyse uitgevoerd, die is ook in dat jaar in het jaarverslag opgenomen in de vorm van een matrix, zie bijlage B. In de jaarverslagen van 2019 en 2020 is gekozen voor een aanscherping op basis van deskresearch en een interne herijkingssessie. Hiervoor is gekozen omdat de constante dialoog met stakeholders geen indicatie gaf dat uit een uitgebreid stakeholderonderzoek een wezenlijk andere matrix zou komen.

Zoals beschreven in paragraaf 1.1 heeft Bouwinvest in juli 2020 de doelstelling ‘real value for life’ gelanceerd. Dit houdt in dat het vermogensbeheer van de organisatie bijdraagt aan een duurzame, leefbare, toegankelijke stad en het verbeteren van pensioenuitkeringen (Bouwinvest, 2020). Deze positionering vloeide voort uit het businessplan uit 2019, waarin maatschappelijk rendement als één van de pijlers van de organisatie werd benoemd. Deze pijler past bij Bouwinvest als vastgoedvermogensbeheerder omdat de organisatie namens haar institutionele klanten, pensioenfondsen en verzekeraars, langjarig in vastgoed investeert. Zo heeft Stichting Bedrijfstakpensioenfondsen voor de Bouwnijverheid (bpfBOUW), de grootste klant van Bouwinvest, als beleggingsovertuiging dat verantwoord beleggen aan de hand van ESG-criteria leidt tot een beter risico-rendementsprofiel. Het pensioenfonds ziet verantwoord beleggen ook als haar verantwoordelijkheid en wil op deze manier bijdragen aan een leefbare wereld en een duurzame toekomst (bpfBOUW, 2021).

Ten behoeve van de doelstelling heeft Bouwinvest het real value for life model gepresenteerd waarin de belangrijkste stakeholders en vier kernthema's zijn benoemd, zie bijlage C. Daarnaast heeft Bouwinvest (2020) als onderdeel van real value for life twee hoofdthema's en zes subthema's benoemd waar de organisatie zich op focust, zie volgende figuur.

Figuur 11: door Bouwinvest geformuleerde real value for life thema's



Bron: Bouwinvest, 2020

Zoals in paragraaf 2.3 is toegelicht, is op 10 maart 2021 de Sustainable Finance Disclosure Regulation (level 1) ingegaan. Aangezien deze Europese wetgeving van toepassing is op de open fondsen van Bouwinvest (residential, office & retail), heeft de organisatie een verklaring hiervoor opgesteld. Hierin geeft de organisatie aan dat de fondsen ecologische en sociale kenmerken hebben en zich daarmee kwalificeren voor artikel 8 (incorporatie van ESG-criteria). Bouwinvest heeft op dat moment niet gekozen voor artikel 9 (bewust nastreven van positieve maatschappelijke impact), aangezien impact investing op dat moment niet het doel was (Bouwinvest, 2021c).

In de SFDR-verklaring van Bouwinvest wordt gesteld dat het de doelstelling is dat ten minste 80% van het geïnvesteerd kapitaal in 2021 bovengemiddeld presteert op het gebied van ESG. Door te sturen op een GRESB-rating van 4 of 5 sterren zegt Bouwinvest een positieve bijdrage te leveren aan de vier geselecteerde SDG's van de VN, zie figuur 9.

Tot slot is in juli 2021 is een klankbordgroep binnen Bouwinvest gestart die gaat verkennen welke stappen de organisatie gaat zetten om positieve maatschappelijke impact te realiseren. Onderdeel hiervan zijn onder meer gespreken met huidige en mogelijke klanten en lokale overheden.

5.3. INTERVIEWS

Hieronder volgen de belangrijkste resultaten van de interviews, onderverdeeld naar drie thema's. In de separate bijlage zijn de transcripties van de interviews te vinden.

5.3.1. THEMA 1: MAATSCHAPPELIJK RENDEMENT

- Alle geïnterviewden vinden het belangrijk dat Bouwinvest, als vastgoedvermogensbeheerder namens pensioenfondsen en verzekeraars, verder kijkt dan puur financieel rendement en ook nadenkt hoe ze met haar investeringen positief kan bijdragen aan de maatschappij. In verschillende interviews kwam de vraag naar voren wat precies de definitie van maatschappelijk rendement is, hier is dus nog geen duidelijkheid over.
- De meeste geïnterviewden gaan ervan uit dat beide vormen van rendement een positieve relatie hebben. Ze kunnen elkaar versterken, denk aan het gegeven dat een energiezuinig gebouw vaak een hogere waarde heeft. Maar dat hoeft niet het geval te zijn.

Meerdere geïnterviewden geven aan dat de kost voor de baat uit kan gaan, dus dat sturen op maatschappelijk rendement op de korte termijn financieel rendement kan kosten. De verwachting van de geïnterviewden is wel dat beide vormen van rendement elkaar op de lange termijn versterken.

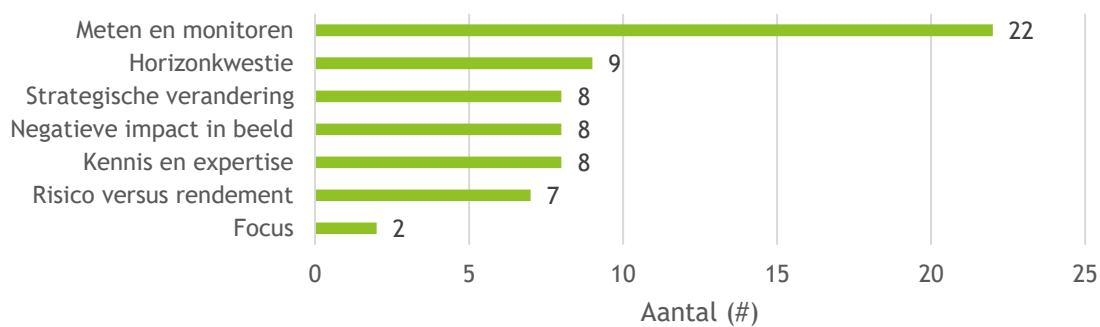
- Alle geïnterviewden verwachten dat maatschappelijk rendement in de komende jaren aan belang toe gaat nemen. Mark Siezen verwacht bijvoorbeeld dat het financiële rendement niet onderscheidend gaat zijn, het gaat volgens hem steeds meer om wat maatschappelijk wordt gerealiseerd. De verwachting van de geïnterviewden is echter niet dat dat ten koste gaat van financieel rendement, aangezien de klanten van Bouwinvest nog steeds pensioenen of verzekeringen uit moeten keren. In die zin blijft 'finance first' uit het spectrum van kapitaal (zie figuur 2) nog gelden. Overigens werd door Allard van Spaandonk gezegd dat financieel rendement dat naar pensioenen gaat ook een maatschappelijke component heeft.
- De geïnterviewden verwachten dat de door Bouwinvest benoemde thema's 'klimaatadaptatie', 'circulariteit' en 'Paris Proof' (zie figuur 11) ook in 2030 en daarna nog steeds actueel blijven, al is de verwachting wel dat ze dan meer gemeengoed zijn dan op dit moment. Onder sociale verantwoordelijkheid worden op dit moment de thema's 'metropoolregio's', 'betaalbare woningen' en 'zorgvastgoed' geschaard. De meeste geïnterviewden zijn van mening dat deze thema's meer middelen zijn dan doelen op zich. Ze stelden vooral vraagtekens bij het thema 'metropoolregio's', aangezien Bouwinvest daar investeert omdat ze financieel gezien daar de beste kansen ziet. Hoewel leefbaarheid wel bij metropoolregio's wordt genoemd, mag dat duidelijker naar voren komen. Het verbeteren van de leefbaarheid past meer in het nemen van sociale verantwoordelijkheid dan enkel het investeren in metropoolregio's. In dat kader worden sociale cohesie en inclusiviteit ook als relevante thema's genoemd. Daarnaast wordt door Reinout de Jonge ook het thema arbeidsomstandigheden genoemd, met name op bouwplaatsen.
- Aangezien vastgoed de core business is van Bouwinvest, verwachten de geïnterviewden met name dat de organisatie dat als 'input' inzet om maatschappelijk rendement te realiseren. Het inzetten van services en producten gebeurt volgens hen enkel als het ondersteunend is aan het vastgoed. Bijvoorbeeld het faciliteren van een platform om eenzaamheid onder bewoners tegen te gaan. Het inzetten van kennis wordt vooral genoemd in het kader van kennis overbrengen aan ketenpartners, denk aan de recent gepubliceerde position papers over middenhuur en Paris Proof.

5.3.2. THEMA 2: IMPACT INVESTING

- De geïnterviewden die de wensen van klanten in beeld hebben, waaronder Vincent van Bijleveld en Mark Siezen, geven aan dat er een (latente) vraag is naar impact investing vanuit pensioenfondsen. Over hoe Bouwinvest het beste aan de slag kan gaan met impact investing zijn de meningen verdeeld. Enkele geïnterviewden zijn van mening dat impact investing het beste binnen een nieuw op te zetten mandaat of fonds kan worden opgepakt. Hierdoor kan volgens hen focus worden aangebracht. De meerderheid vindt echter dat de eerste stappen naar impact investing ook binnen bestaande fondsen kunnen worden gezet. In dit kader worden met name het Residential Fund en het Healthcare Fund genoemd. Zij benadrukken vooral dat op deze manier laagdrempelig pilotprojecten kunnen worden gestart. Overigens wordt onder meer door Norbert Bol genoemd dat Bouwinvest momenteel al investeringen doet die neigen naar impact investing. Hier meer over communiceren draagt bij aan positieve beeldvorming op dit thema.
- Wanneer door Bouwinvest gekozen wordt voor impact investing, heeft dat naar verwachting grote consequenties voor het investeringsproces. Het financiële rendement moet nog steeds inzichtelijk worden gemaakt, maar daarnaast moet ook de positieve maatschappelijke impact meegenomen worden. Dat betekent onder meer: definiëren, doelstellingen formuleren en het meetbaar maken, zodat de voortgang gemonitord kan worden. Dit zien de meeste geïnterviewden als uitdaging, hier is namelijk kennis en expertise nodig die op dit moment mogelijk onvoldoende aanwezig is.

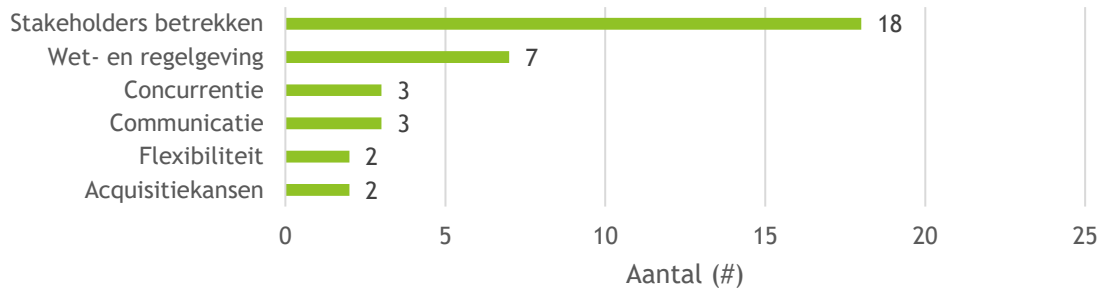
- De geïnterviewden is gevraagd wat de belangrijkste interne en externe uitdagingen zijn die ze zien voor Bouwinvest om aan de slag te gaan met impact investing. Deze uitdagingen zijn gecodeerd weergegeven in de onderstaande figuren. De geïnterviewden noemden vaker interne uitdagingen (64) dan externe uitdagingen (35). Bij beide varianten springt er één uitdaging uit als gekeken wordt naar beide figuren. Enerzijds is dat het meten en monitoren, oftewel het operationaliseren van impact investing, zie figuur 12. De theory of change kan hierbij helpen. Anderzijds wordt het betrekken van stakeholders vaak genoemd (zie figuur 13), dit onderstreept het belang van stakeholder engagement. Norbert Bol geeft bijvoorbeeld aan dat het succesvol realiseren van impact afhankelijk is van het vertrouwen van stakeholders, ze moeten volgens hem op dit thema op één lijn zitten.

Figuur 12: belangrijkste interne uitdagingen volgens geïnterviewden



Bron: interviews, 2021

Figuur 13: belangrijkste externe uitdagingen volgens geïnterviewden



Bron: interviews, 2021

5.3.3. THEMA 3: STAKEHOLDER ENGAGEMENT

De geïnterviewden is tot slot gevraagd met welke stakeholders Bouwinvest volgens hen rekening moet houden en hoe ze het beste betrokken kunnen worden bij het maken van afwegingen omtrent impact investing. In tabel 4 zijn deze uitkomsten weergegeven, tussen haakjes staat hoe vaak ze zijn genoemd (zie ook de codeboom in de separate bijlage). Bij de stakeholders is gekozen om alle stakeholders op te nemen die minimaal twee keer zijn genoemd. De ideeën over hoe stakeholders betrokken kunnen worden zijn gecodeerd en eveneens in onderstaande tabel opgenomen. Aangezien 'participatie' relatief vaak werd genoemd, is hier in de survey ook specifiek naar gevraagd (zie paragraaf 5.4.3).

Tabel 4: belangrijkste stakeholders en hoe te betrekken*

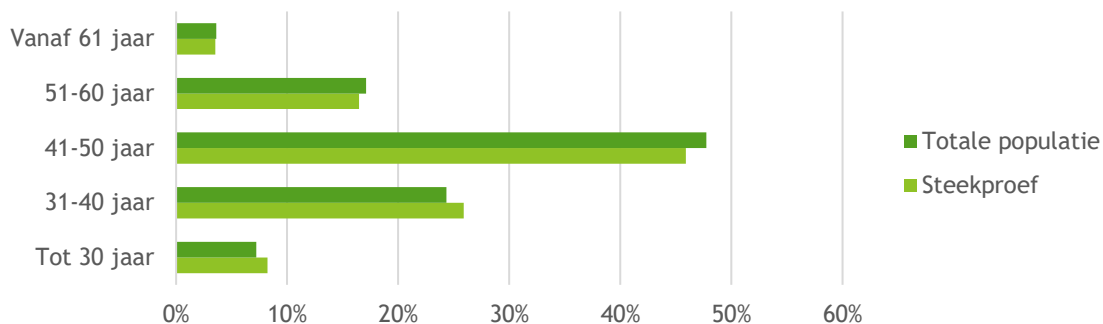
Belangrijkste stakeholders	Manieren om te betrekken
<ul style="list-style-type: none"> • Klanten (4) • Ontwikkelaars (3) • Bouwers (3) • Gemeenten (3) • Huurders (2) • Vastgoedmanagers (2) • Medewerkers Bouwinvest (2) 	<ul style="list-style-type: none"> • Participatie (7) • Leiderschap tonen (7) • Zorgen voor duidelijkheid (6) • Proactief te werk gaan (6) • Aansluiten bij wensen (1) • Transparant zijn (1)

Bron: interviews, 2021 *getallen staan voor hoe vaak een term is genoemd

5.4. SURVEY

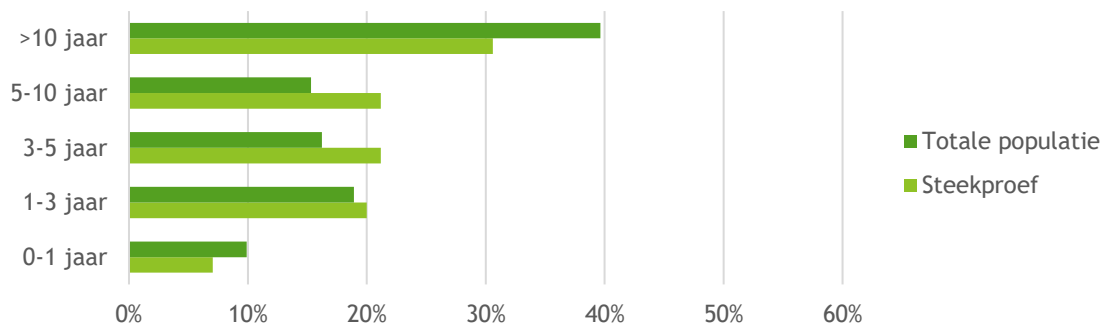
In deze paragraaf volgen de belangrijkste uitkomsten van de survey, hierbij staat de totale steekproef centraal. In het kader van het onderzoek is ook gekeken of er een significante afwijking was in de antwoorden wanneer gekeken werd naar leeftijd of hoe lang de respondent bij Bouwinvest werkzaam is. Om na te gaan of de verdeling van de steekproef geen significante afwijking ten opzichte van de totale populatie, is een chi-kwadraattoets uitgevoerd. In beide gevallen kwam de p-waarde ruim boven de 0,05, zie figuren 14 en 15. Dat geeft aan dat er geen significant verschil is. Deze uitkomst was lag in de lijn der verwachting, aangezien 82% van de respondenten heeft gereageerd.

Figuur 14: leeftijd, chi-kwadraattoets: p-waarde=0,99



Bron: survey, 2021

Figuur 15: aantal jaar werkzaam bij Bouwinvest, chi-kwadraattoets: p-waarde = 0,22



Bron: survey, 2021

De statistische toetsen, in de vorm van een Kruskal-Wallis toets, hebben laten zien dat er in zeer beperkte mate sprake is van een significant verschil tussen de antwoorden van de verschillende respondentengroepen, kijkende naar leeftijd of hoe lang een respondent werkzaam is bij Bouwinvest. Dit betekent dat de antwoorden niet of in beperkte mate worden beïnvloed door beide factoren. Respondenten die 1-3 jaar werkzaam zijn bij Bouwinvest antwoorden dus bijvoorbeeld niet significant anders dan respondenten die meer dan 10 jaar werkzaam zijn bij Bouwinvest.

Om deze reden wordt bij de resultaten van de survey gefocust op de onderzoeksresultaten van de gehele onderzoekspopulatie. De uitkomsten van de statistische toetsen zijn enkel opgenomen in de separate bijlage. In deze bijlage zijn ook de volledige uitkomsten per vraag te vinden.

5.4.1. THEMA 1: MAATSCHAPPELIJK RENDEMENT

Hieronder volgen de belangrijkste uitkomsten van de survey op het thema maatschappelijk rendement.

- 100%** Vindt inzetten op maatschappelijk rendement (uitermate) belangrijk voor Bouwinvest
- 87%** Verwacht dat maatschappelijk rendement een grotere rol gaat spelen in 2030 dan nu
- 78%** Vindt dat inzetten op maatschappelijk rendement op de korte termijn financieel rendement mag kosten, als het op lange termijn wordt terugverdiend
- 45%** Vindt dat Bouwinvest nu (zeer) goed op maatschappelijk rendement stuurt
- 28%** Vindt dat Bouwinvest nu goed stuurt op 'social' binnen ESG, 'environmental' scoort 56%, 'governance' 56%

- De respondenten vinden 'metropoolregio's' het minst relevante thema (2,5 uit 5) voor real value for life, de overige vijf thema's scoren minimaal 4 uit 5

5.4.2. THEMA 2: IMPACT INVESTING

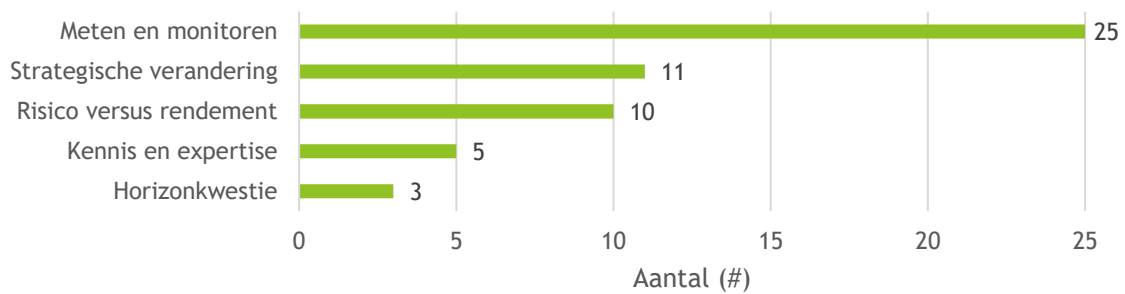
Hieronder volgen de belangrijkste uitkomsten van de survey op het thema impact investing.

- 66%** Vindt dat Bouwinvest aan de slag moet met impact investing, 32% gaf 'misschien' en 2% gaf 'nee' op
- 60%** Vindt zowel thema als sector een kansrijke primaire invalshoek voor impact investing, 28% gaf alleen thema aan, 13% alleen sector
- 53%** Vindt dat impact investing het beste gestart kan worden vanuit bestaande producten, tegenover 21% die een nieuw product wil opzetten, 26% gaf allebei op

- Healthcare (4,5 uit 5) en Residential (4,4 uit 5) zijn volgens de respondenten de meest kansrijke sectoren voor impact investing, Office volgt met 3,0 uit 5

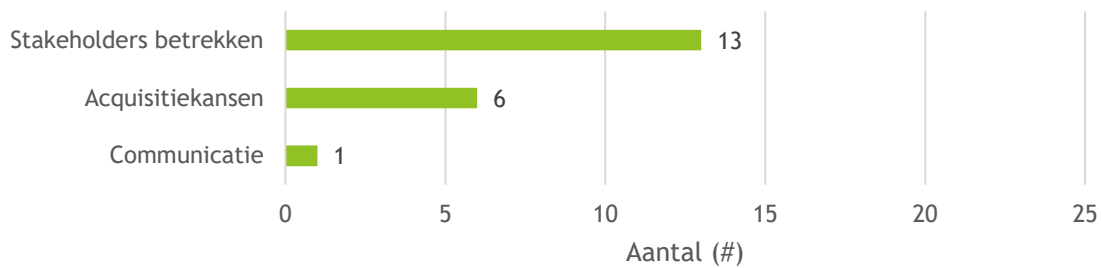
De respondenten van de survey zijn in de vorm van een open vraag gevraagd naar de belangrijkste uitdagingen die ze voor Bouwinvest zien om aan de slag te gaan met impact investing. Op basis van de resultaten van het coderen kan worden gesteld dat de respondenten van de survey net als de geïnterviewden ‘meten en monitoren’ en ‘stakeholders betrekken’ de belangrijkste uitdagingen vinden, zie onderstaande figuren. Daarnaast werden ook hier vaker interne uitdagingen (54) dan externe uitdagingen (20) genoemd.

Figuur 16: belangrijkste interne uitdagingen volgens respondenten survey



Bron: survey, 2021

Figuur 17: belangrijkste externe uitdagingen volgens respondenten survey



Bron: survey, 2021

5.4.3. THEMA 3: STAKEHOLDER ENGAGEMENT

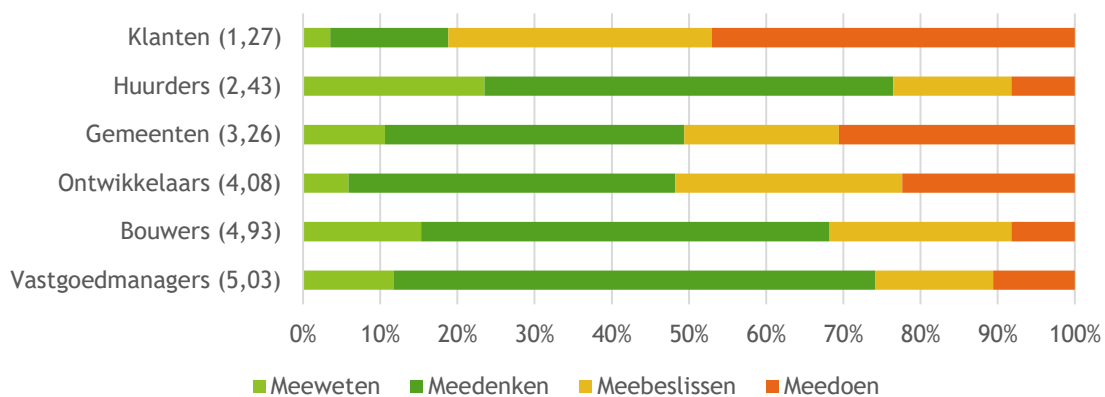
De respondenten van de survey zijn in het kader van stakeholder engagement bevraagd over de belangrijkste stakeholders die in de interviews naar voren zijn gekomen (zie tabel 4). De medewerkers van Bouwinvest zijn bewust weggelaten, aangezien deze groep zelf de survey heeft ingevuld en zodoende niet onafhankelijk kon zijn.

Uit de survey blijkt dat klanten de belangrijkste stakeholder zijn volgens de respondenten als het gaat om het afwegen van belangen aangaande impact investing, gevolgd door huurders en gemeenten. In figuur 18 staan de resultaten weergegeven, waarbij het getal achter de stakeholder staat voor de gemiddelde score op een schaal van 1 (meest belangrijk) tot 6 (minst belangrijk). Ontwikkelaars (4,08), bouwers (4,93) en vastgoedmanagers (5,03) hebben de laagste gemiddelde scores.

Daarnaast scoren klanten als enige stakeholder het hoogst op ‘meedoen’ (gezamenlijke besluitvorming) bij de vraag hoe ze qua participatie betrokken kunnen worden, zie onderstaande figuur. Op basis van deze twee uitkomsten kan gesteld worden dat klanten volgens de respondenten de belangrijkste externe stakeholder zijn bij het maken van afwegingen aangaande impact investing. Zoals in paragraaf 5.3.3 beschreven werd ook in de interviews bevestigd dat klanten de belangrijkste stakeholder zijn.

De overige externe stakeholders scoren allen het hoogst op ‘meedenken’, deze participatievorm betreft de mogelijkheid tot het geven van advies (zie ook tabel 1 en de voetnoot). Dat ontwikkelaars, bouwers en vastgoedmanagers hier hoog op scoren en een relatief lage score hebben, is eveneens overeenkomstig met de uitkomsten van de interviews.

Figuur 18: surveyresultaten aangaande stakeholder engagement⁴



Bron: survey, 2021

⁴ Meeweten: enkel informatie verstrekken, meedenken: mogelijkheid tot het geven van advies, meebeslissen: de adviezen spelen mee in de besluitvorming, meedoen: gezamenlijke besluitvorming (Heller et al., 1988). De participatievormen ‘niets weten’ en ‘zelf doen’ zijn bewust niet meegenomen in het onderzoek, aangezien dit geen realistische participatievormen zijn in het kader van dit onderwerp.

5.5. CONCLUSIE

Bouwinvest neemt sinds 2018 ook maatschappelijke (niet-financiële) resultaten op in haar jaarverslag. Sindsdien hanteert de organisatie een waardecreatiemodel, zie bijlage A. Hierin is onder meer opgenomen dat de organisatie een bijdrage wil leveren aan vier van de SDG's van de Verenigde Naties: 3, 7, 8 en 11 (zie figuur 9). Dit waardecreatiemodel vertoont grote overeenkomsten met de componenten van de theory of change, zie figuur 10.

In juli 2020 heeft Bouwinvest de doelstelling 'real value for life' gelanceerd, waarbij de organisatie benadrukt dat het naast financieel rendement ook stuurt op maatschappelijk rendement. Bouwinvest heeft sindsdien verschillende stappen genomen in het proces van maatschappelijk verantwoord beleggen (van Gool, 2019). In het kader van de Sustainable Finance Disclosure Regulation, recente Europese wetgeving, heeft de organisatie gekozen voor artikel 8 (incorporatie van ESG-criteria). Hiermee heeft de organisatie nog niet gekozen voor artikel 9 en daarmee impact investing. In juli 2021 is echter een klankbordgroep binnen Bouwinvest gestart die gaat verkennen welke stappen de organisatie kan zetten om positieve maatschappelijke impact te realiseren.

De geïnterviewden verwachten dat het sturen op maatschappelijk rendement de komende jaren aan belang toe gaat nemen. De meerderheid van de respondenten vindt dat de eerste stappen richting impact investing door Bouwinvest binnen bestaande fondsen kunnen worden gezet. Het starten van een nieuw impact mandaat of fonds behoort echter ook tot de mogelijkheden. Het meten en monitoren van positieve maatschappelijke impact wordt door de geïnterviewden als een belangrijke interne uitdaging gezien. Het betrekken van stakeholders is daarnaast volgens de respondenten een belangrijke externe uitdaging. Dit laatste kan volgens hen onder meer door in te zetten op participatie en het tonen van leiderschap.

De meerderheid van respondenten van de survey, medewerkers van Bouwinvest, verwachten net als de geïnterviewden dat maatschappelijk rendement in de toekomst een grotere rol gaat spelen. Ook hier gaf de meerderheid aan dat impact investing vanuit bestaande producten gestart kan worden. De respondenten vinden klanten (pensioenfondsen) de belangrijkste stakeholder en de meerderheid vindt dat zij kunnen participeren door middel van gezamenlijke besluitvorming, een vergaande participatievorm. Bij de overige stakeholders scoort de mogelijkheid tot het geven van advies het hoogste van de uitgevraagde participatievormen, zie figuur 18. In lijn met de interviews zien de respondenten van de survey het meten en monitoren als de belangrijkste interne uitdaging en het betrekken van stakeholders als belangrijkste externe uitdaging. Tot slot kan geconcludeerd worden dat zowel de geïnterviewden als de respondenten van de survey meer interne uitdagingen zien dan externe uitdagingen voor Bouwinvest om aan de slag te gaan met impact investing.

6. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN

6.1. CONCLUSIES

In dit onderzoek staat de volgende onderzoeksvraag centraal: *Hoe kunnen vastgoedvermogensbeheerders anticiperen op veranderende eisen en wensen van stakeholders op het vlak van positieve maatschappelijke impact bij het investeren in Nederlands direct vastgoed?*

Hieronder staan per deelvraag de belangrijkste conclusies die volgen uit het onderzoek.

1. **Wat is investeren met positieve maatschappelijke impact en waarom wordt het gedaan?**

De laatste jaren komt bij klanten van vermogensbeheerders steeds meer de nadruk te liggen op maatschappelijk verantwoord beleggen, ook wel MVB genoemd (Op 't Veld, 2019). Tot op heden manifesteert MVB zich voornamelijk door de incorporatie van ESG-criteria (environmental, social & governance) op portefeuilleniveau. Een vergaande vorm van maatschappelijk verantwoord beleggen is impact investing (Van Gool, 2019). Een veel aangehaalde definitie hiervan is: *“Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return.”* (GIIN, 2020). Intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid zijn drie belangrijke kenmerken van impact investing. Veranderende richtlijnen en wet- en regelgeving zoals de IMVB, SFDR en de EU Taxonomy is top-down een belangrijke oorzaak voor de toenemende nadruk op MVB. Daarnaast speelt mee dat bottom-up steeds meer organisaties intrinsiek een positieve maatschappelijke bijdrage willen leveren. Zij kiezen in toenemende mate vrijwillig om verder te gaan dan de wet- en regelgeving voorschrijft.

2. **Wie zijn de belangrijkste stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders en hoe kunnen ze betrokken worden bij strategische veranderingen?**

Uit het onderzoek is naar voren gekomen dat klanten (pensioenfondsen) de belangrijkste stakeholders zijn van Bouwinvest, de organisatie die centraal staat in dit company research paper. Andere relevante externe stakeholders waar de organisatie rekening mee moet houden bij strategische planning zijn: huurders, gemeenten, ontwikkelaars, bouwers en vastgoedmanagers. Tot slot zijn eigen medewerkers een belangrijke stakeholder. Stakeholders betrekken bij strategische afwegingen kan door middel van participatie. Heller et al. (1988) onderscheiden zes participatievormen die ingezet kunnen worden. Uit een survey onder medewerkers van Bouwinvest is naar voren gekomen dat klanten het beste kunnen participeren door gezamenlijke besluitvorming (meedoen), dit is een vergaande vorm van participatie. De overige belangrijkste stakeholders kunnen het beste de mogelijkheid krijgen tot het geven van advies (meedenken).

3. **Hoe kunnen vastgoedvermogensbeheerders zorgen voor de juiste afweging tussen financiële en maatschappelijke belangen?**

Door een onafhankelijk en integraal afwegingskader te hanteren, kunnen vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest een juiste afweging maken tussen financiële en maatschappelijke belangen. Hierbij is het van belang dat wordt voldaan aan geldende en toekomstige richtlijnen en wet- en regelgeving, zoals IMVB, SFDR en EU Taxonomy. Daarnaast is het van belang dat de organisatie kiest aan welke maatschappelijke doelen zij wel en niet wil bijdragen. In de praktijk worden deze doelen vaak gekoppeld aan de Sustainable Development Goals van de Verenigde Naties. Het opzetten van een dergelijk afwegingskader moet in samenspraak gebeuren met de belangrijkste stakeholders, zodat hier voldoende draagvlak voor is.

4. Welke stappen kunnen vastgoedvermogensbeheerder op korte termijn zetten om aan de langetermijneisen van stakeholders te voldoen?

De verwachting is dat stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders zoals Bouwinvest in de toekomst strengere wensen en eisen gaan stellen aangaande het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Om niet achter de feiten aan te lopen, kunnen vastgoedvermogensbeheerders op korte termijn verkennen op welke manier ze positieve maatschappelijke impact kunnen maken met het investeren in direct vastgoed. De theory of change kan helpen als instrument voor strategische planning, waarbij het resultaat (de impact) voorop staat. Uit het onderzoek komt naar voren dat het operationaliseren, meetbaar maken en monitoren belangrijke uitdagingen zijn als het gaat om het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Het betrekken van stakeholders door middel van participatie, stakeholder engagement, is een belangrijk middel om te zorgen voor draagvlak voor een dergelijke strategische verandering. Door relevante stakeholders op de juiste manier te betrekken, kunnen vastgoedvermogensbeheerders anticiperen op veranderende eisen en wensen.

6.2. AANBEVELINGEN

Hieronder staan de vier belangrijkste aanbevelingen die volgen uit het onderzoek.

1. **Verken de mogelijkheden om op korte termijn te sturen op het realiseren van positieve maatschappelijke impact.** Momenteel zijn er nog weinig Nederlandse directe vastgoedfondsen die aan impact investing doen, terwijl er wel een (latente) klantvraag naar dit type investeringen is. Door hier op korte termijn op in te spelen kan een concurrentievoordeel worden behaald. Naast het lanceren van een nieuw mandaat of fonds kan verkend worden hoe binnen bestaande fondsen positieve maatschappelijke impact gerealiseerd kan worden. Het is namelijk belangrijk dat deze fondsen ook in de toekomst aantrekkelijk blijven voor klanten. Uit het onderzoek is naar voren gekomen dat zowel de geïnterviewden als de respondenten van de survey meer interne uitdagingen dan externe uitdagingen zien. Het is daarom aan te bevelen dat in eerste instantie met name op de uitdagingen binnen de eigen organisatie wordt gefocust.
2. **Betrek de belangrijkste stakeholders actief bij het opstellen van kaders en richtlijnen voor het realiseren van positieve maatschappelijke impact.** Door de klantbehoeften in beeld te brengen kan gezorgd worden voor voldoende draagvlak. Het is met name van belang dat klanten (externe stakeholders) en medewerkers (interne stakeholders) goed worden meegenomen in keuzes en afwegingen. Het draagvlak onder medewerkers lijkt groot, slechts 2% van de respondenten uit de survey vindt dat Bouwinvest niet aan de slag moet gaan met impact investing. Klanten kunnen in een relatief vroeg stadium betrokken worden, zodat ze actief kunnen participeren in de strategische verandering. Het helpt hierbij om een gemeenschappelijk toekomstbeeld te formuleren, de theory of change is hiervoor een hulpmiddel. Pas als de kaders en richtlijnen zijn opgesteld kan nagedacht worden over het vastgoed dat daarbij past. Indien gekozen wordt voor een nieuw impact mandaat of fonds is de concurrentie met bestaande fondsen een belangrijk aandachtspunt.
3. **Zorg voor voldoende inhoudelijke kennis en expertise over het realiseren van positieve maatschappelijke impact.** Hierop sturen vergt namelijk een andere manier van werken dan het enkel sturen op financieel rendement. Hierbij valt onder meer te denken aan de tijdschors, aangezien sturen op positieve maatschappelijke impact om modellen vraagt die verder gaan dan de komende 10 jaar. Het valt aan te bevelen dat er een toegewijd team op wordt gezet, dat ook andere afdelingen gaat ondersteunen. Uiteindelijk moet de gedachtegang van deze strategische wijziging binnen alle relevante afdelingen geïntegreerd worden.

4. **Besteed veel aandacht aan het operationaliseren van positieve maatschappelijke impact.** Kijk hierbij onder meer naar de intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid. Het valt aan te bevelen dat hierbij wordt aangesloten bij een bestaand en onafhankelijk raamwerk. Daarnaast moet worden voldaan aan alle geldende en toekomstige standaarden, zoals IMVB, SFDR, EU Taxonomy en de SDG's. Hierbij is het van belang dat de netto impact in beeld gebracht wordt (positieve impact minus negatieve impact), met als doel om de (schijn) van greenwashing tegen te gaan. Aanvullend is het kansrijk om bij het selecteren van impactthema's aan te sluiten bij de onderwerpen die spelen bij klanten en hun achterban. Het is van belang om hierbij een zekere focus in aan te brengen, door bijvoorbeeld specifieke SDG's te selecteren. In onderstaande tabellen wordt hiervoor een voorzet gedaan, kijkend naar de 'E' en 'S' van ESG.

Tabel 5: toepassing theory of change - milieu factor

Paris Proof	
Inputs	<ul style="list-style-type: none"> Huidig bezit aan vastgoed
Activities	<ul style="list-style-type: none"> Investeren in energiezuinig en duurzaam vastgoed Huidig bezit verduurzamen (Paris Proof maken)
Outputs	<ul style="list-style-type: none"> 100% van de nieuwe acquisities gebruikt 100% groene energie In 2045 is de totale portefeuille Paris Proof
Outcomes	<ul style="list-style-type: none"> Vergroten aandeel energiezuinig en duurzaam vastgoed Toename gebruik hernieuwbare energie, geen gebruik fossiele energie
Impacts	<ul style="list-style-type: none"> Hoofddoel: SDG 7 ensure access to affordable, reliable, sustainable and modern energy for all Subdoel: SGD 7.2 increase share of renewable energy

Bron: eigen bewerking, 2021; VN, 2015

Tabel 6: toepassing theory of change - sociale factor

Betaalbaarheid woningen	
Inputs	<ul style="list-style-type: none"> Huidig bezit aan middenhuurwoningen
Activities	<ul style="list-style-type: none"> Investeren in nieuwbouw middenhuurwoningen Middenhuurwoningen passend toewijzen aan middeninkomens Bevorderen doorstroming vanuit sociale huur
Outputs	<ul style="list-style-type: none"> 60% van nieuwe acquisities bestaat uit middenhuur 100% toewijzing aan middeninkomens 30% doorstroming vanuit sociale huur naar middenhuur
Outcomes	<ul style="list-style-type: none"> Een grotere voorraad aan middenhuurwoningen Betaalbare woningen voor middeninkomens Meer sociale huurwoningen beschikbaar voor primaire doelgroep
Impacts	<ul style="list-style-type: none"> Hoofddoel: SDG 11 sustainable cities and communities Subdoel: SGD 11.1 ensure access to safe and affordable housing and basic services

Bron: eigen bewerking, 2021; VN, 2015

6.3. VERVOLGONDERZOEK

Dit verkennende onderzoek heeft bijgedragen aan kennis over de wensen en eisen van stakeholders van vastgoedvermogensbeheerders aangaande het realiseren van positieve maatschappelijke impact bij het investeren in Nederlands direct vastgoed. Omdat het onderzoek een company research paper betrof, is met name gekeken naar de organisatie waar de onderzoeker werkzaam is. Aangezien impact investing een actueel onderwerp in ontwikkeling is, is vervolgonderzoek wenselijk. Hierbij kan onder meer gedacht worden aan het volgende:

1. Aanvullend op de survey onder werknemers van Bouwinvest kan een survey onder externe stakeholders worden uitgezet. Gezien het belang van klanten (pensioenfondsen) kan met name op deze doelgroep gefocust worden. Het valt aan te bevelen om zowel bestaande klanten als potentiële klanten te ondervragen over hun wensen en eisen aangaande impact investing.
2. Het uitwerken van een case study of pilotproject kan interessant zijn om te ondervinden tegen welke praktische knelpunten wordt aangelopen. Bijvoorbeeld hoe ervoor gezorgd kan worden dat een energiezuinige woning ook op de juiste manier wordt gebruikt door de huurder. Hiervoor kan als methodiek een gedachte-experiment ingezet worden, mogelijk met aanvullend een gamesimulatie met diverse interne en externe stakeholders.
3. Het meten en monitoren van positieve maatschappelijke impact wordt door de geïnterviewden en respondenten van de survey als belangrijke uitdagingen omschreven. In dit kader kan onderzocht worden hoe binnen bedrijven of sectoren die op dit thema vooroplopen hiermee wordt omgegaan. Het Global Impact Investing Network (GIIN) vormt hiervoor een logisch startpunt.

6.4. REFLECTIE

Het onderzoek is beschreven vanuit het perspectief van de vijf Nederlandse direct vastgoedfondsen van Bouwinvest. In het beginstadium is overwogen om het onderzoek te schrijven vanuit het oogpunt van één van de fondsen, zoals het Residential Fund of het Healthcare Fund. In dat geval was er mogelijk meer diepgang verkregen. Het nadeel, namelijk het beperken tot bestaande kaders, woog echter zwaarder bij de afwegingen die door de onderzoeker zijn gemaakt.

Daarnaast is overwogen om naast de theory of change als aanvulling hierop ook backcasting in te zetten. Tijdens de interviews werd echter duidelijk dat de respondenten het lastig vonden om een duidelijk toekomstbeeld te schetsen, wat van belang is om backcasting in te kunnen zetten. Daarnaast werd eveneens duidelijk dat de uitdagingen vooral in het heden liggen. In dat geval sluit de theory of change goed aan bij het doel van het onderzoek.

Aanvullend heeft de onderzoeker overwogen om een gamesimulatie uit te voeren, als verdieping op de interviews. Hier is uiteindelijk niet voor gekozen, omdat met een survey een grotere onderzoekspopulatie bereikt kon worden. Bovendien is het bij een gamesimulatie, vergelijkbaar met backcasting, noodzakelijk dat veel aannames worden gemaakt. De onderzoeksresultaten waren in dat geval minder praktisch toepasbaar geweest.

Gedurende het onderzoeksproces werden binnen Bouwinvest verschillende stappen gezet om te verkennen of meer gestuurd kan worden op het realiseren van positieve maatschappelijke impact. Mede hierdoor sloot het company research paper optimaal aan bij de strategische vraagstukken waar Bouwinvest momenteel voor staat.

7. LITERATUUR

- AFM (2020). Nieuwe regels over de publicatie van duurzaamheidsinformatie (brief)
- ASR (2021). ASR Dutch Science Park Fund kwalificeert als impactbelegging. Gevonden op 29 juli 2021, van <https://asrrealestate.nl/nieuws/2021/06/asr-dutch-science-park-fund-kwalificeert-als-impactbelegging>
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M. & Vianen, van R. (2021). *Basisboek methoden en technieken. Kwantitatief praktijkgericht onderzoek op wetenschappelijke basis* (zevende druk). Groningen: Noordoff Uitgevers
- BlackRock (2020). Larry Fink's 2020 letter to CEOs. Gevonden op 3 februari 2021, van <https://www.blackrock.com/corporate/investor-relations/2020-larry-fink-ceo-letter>
- BlackRock (2021). Larry Fink's 2021 letter to CEOs. Gevonden op 3 februari 2021, van <https://www.blackrock.com/nl/particuliere-beleggers/2021-larry-fink-brief-ceo>
- Boeije, H. (2005). Analyseren in kwalitatief onderzoek. Denken en doen. Den Haag: Boom Lemma Uitgevers
- Bouwinvest (2020). Real value for life. Gevonden op 3 februari 2021, van <https://www.bouwinvest.nl/real-value-for-life/>
- Bouwinvest (2021a). Jaarverslag 2020
- Bouwinvest (2021b). Bouwinvest Paris Proof in 2045
- Bouwinvest (2021c). SFDR Art 8 verklaring. Gevonden op 22 juli 2021, van <https://www.bouwinvest.nl/media/5282/art-8-verklaring.pdf>
- bpfBOUW (2021). Beleggingsbeleid 2021-2025. Gevonden op 22 juli 2021, van <https://www.bpfbouw.nl/over-bpfbouw/onze-organisatie/ons-beleid/beleggingsbeleid-2021-2025.aspx>
- Brest, P. (2010). The Power of Theories of Change. Stanford Social Innovation Review. Spring.
- Brest, P. & Born, K. (2013). When can Impact Investing Create Real Impact? Stanford
- Brown, M. (2020). Unpacking the theory of change. Stanford Social Innovation Review
- Brown, P. & Walter, T. (2013). The CAPM: Theoretical Validity, Empirical Intractability and Practical Applications. Abacus
- Brounen, D. (2019). Ongunstige energielabel drukt woningprijs. Gevonden op 15 april 2021, van <https://www.tias.edu/item/ongunstige-energielabel-drukt-woningprijs/>
- CBRE (2021). Catella Residential maakt impact met pan-Europees woningfonds. Gevonden op 29 juli 2021, van <https://www.cbre.nl/nl-nl/over-cbre/case-studies/catella>
- Desai, V. (2017). Collaborative Stakeholder Engagement: An Integration between Theories of Organizational Legitimacy and Learning. Academy of Management Journal.
- Emerson J. (2003). The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns. California Management Review. 2003;45(4):35-51
- European Commission (2020). EU Taxonomy for sustainable activities. Gevonden op 18 maart 2021, van https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_en
- European Commission (2021). Daily News 10 / 03 / 2021. Gevonden op 12 september 2021, van https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/mex_21_1106
- Fama, E. & French, K. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. Journal of Financial Economics, 33, 3-56
- Friedman, M. (1970). The social responsibility of business is to increase its profits. New York Times Magazine
- Folker, M. (2021). Impact investing binnen de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers. Amsterdam: ASRE

- Freeman, R. (2004). The Stakeholder Approach Revisited. *Zeitschrift für Wirtschafts- und Unternehmensethik*. 5.
- GIIN (2020). What is impact investing? Gevonden op 3 februari 2021, van <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- GIIN (2021). Simple Theory of Change Checklist. Gevonden op 9 april 2021, van <https://iris.thegiin.org/theory-of-change-checklist/>
- Gool, van P. (2019). Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid? Amsterdam: ASRE
- Heller, F., Drenth, P. Koopman, P. & Rus, V. (1988). *Decisions in organisations: A three country comparative study*. London: Sage Publications,
- INREV (2020). Impact investing paper. Amsterdam: INREV
- Jackson, E. (2013) Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most, *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3:2, 95-110
- Hoek-Gerritsen, van S. (2015). *Schrijfgids voor economen*. Bussum: Uitgeverij Coutinho
- Kempen (2019). Impact investing. White paper.
- Kusek, J., & Rist, R. (2001). Building a Performance-Based Monitoring and Evaluation System: The Challenges Facing Developing Countries. *Evaluation Journal of Australasia* 1 (2): 14-23.
- Kusek, J., & Rist, R. (2004). Ten steps to a results-based monitoring and evaluation system. Washington: The World Bank
- Mulder, G., Luiten, H., & Spiekman, M. (2016). *Kennisagenda energie in de gebouwde omgeving*. Den Haag: TNO
- Op 't Veld, H. (2019). Reporting on the SDG's by European Listed Property Companies. Amsterdam: ASRE
- Palazzo, G. & Scherer, A. (2006). Corporate Legitimacy as Deliberation: A Communicative Framework. *Journal of Business Ethics*. 66. 71-88.
- Ratana, S., Raksmeay, C. & Dănuț, D. (2020). Conceptualizing A Framework: A Critical Review of the Development of Change Management Theories. *Studies in Business and Economics*. 15. 205-214.
- Schramade, W., Schoenmaker, D. & Toorop, R. (2021). Decision rules for long-term value creation. *SSRN Electronic Journal*.
- Svendsen, A. (1998). *The stakeholder Strategy : profiting from collaborative business relationships*. San Francisco: Berrett-Koehler
- SER (2018). *Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen*
- Tirole, J. (2001), 'Corporate Governance', *Econometrica*, 69(1): 1-35
- Triodos Investment Management (2019). Theory of Change: Steering tool for effective impact investing. Gevonden op 3 februari 2021, van <https://www.triodos-im.com/knowledge-centre/theory-of-change>
- VBDO (2020). *Benchmark on Responsible Investment by Pension Funds in the Netherlands 2020*.
- Verschuren, P. & Doorewaard. H. (2021). *Het ontwerpen van een onderzoek* (zesde druk). Den Haag: Boom Lemma uitgevers
- ULI (2021). Zooming in on the "S" in ESG. a road map for social value in real estate. ULI: London
- W.K. Kellogg Foundation (2004). *Logic Model Development Guide*

BIJLAGE A: WAARDECREATIEMODEL BOUWINVEST

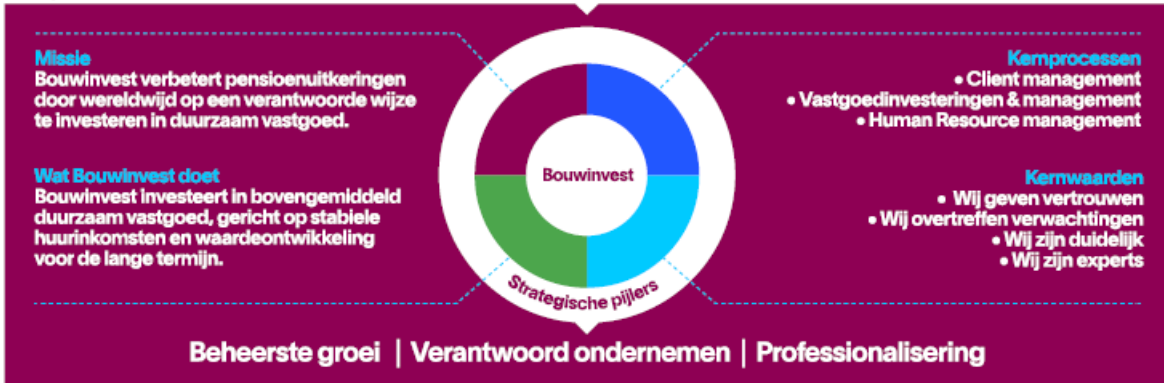
Real Value for Life

Waardecreatiemodel Hoe Bouwinvest waarde toevoegt aan de wereld

Input

Financieel Toevertrouwd vermogen van € 15,7 miljard van pensioenfondsen en verzekeraars.	Intellectueel Sinds 1952 kennis en expertise van de pensioen- en vastgoedwereld (10 regio's en 6 sectoren).	Sociaal Samenwerkingspartner door middel van 50 actieve posities in kennis- en netwerkorganisaties.	Mensen 201 gemotiveerde professionals en jaarlijks opleiding- en ontwikkelingsbudget van 3% van de loonsom.
--	---	---	---

Bedrijfsmodel



Output

7,3/7,9 Gemiddelde huurder- tevredenheid (2020) en klanttevredenheid (2016*)	26 Klanten (+1 in 2020)	81% Van portefeuille GRESB 4/5 sterren rating	2 fondsen GRESB sector leader	€ 1.070 mln.** Transacties in zorgvastgoed en betaalbare woningen	7,8 Gemiddelde medewerkers- tevredenheid (2019*)
€ 1,0 mrd. Vastgoed- investeringen + zekere acquisitie- pijplijn van € 2,0 mrd.	3,4% Rendement op vastgoed- investeringen	70% Van Nederlandse bouwprojecten Bewuste Bouwplaats	15,5%/4% Besparing energieverbruik (NL/Internationaal). CO ₂ -uitstoot NL -16,5%; internationaal +2%	7,8 Reputatiescore (2019)	3,1% Van omzet uitgegeven aan bedrijfsverbeteringen
12,5% Rendement op eigen vermogen	4/6 Outperformance indices				

Effect

*onderzoek wordt in 2021 opnieuw uitgevoerd **investeringen sinds 2018

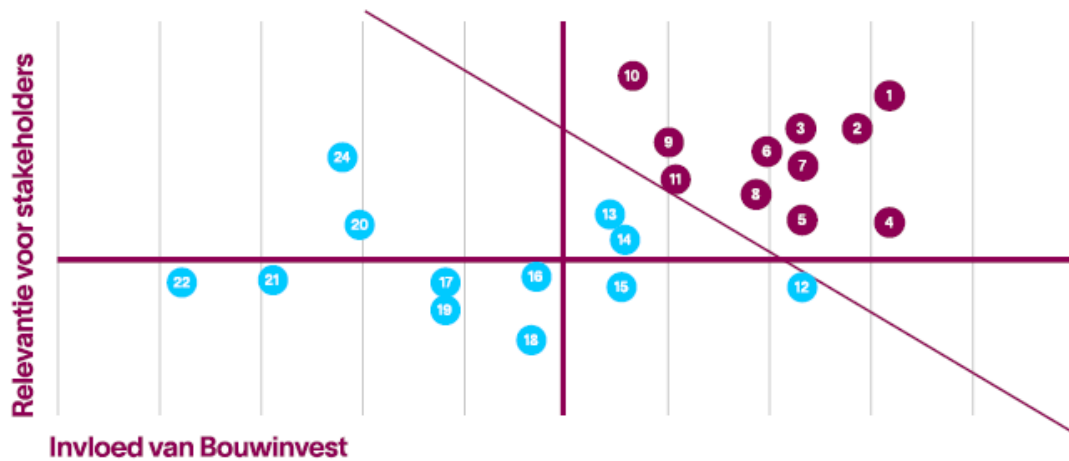
Pensioen Wij dragen bij aan pensioeninkomens.	Duurzame en leefbare steden Wij dragen bij aan gezonde, veilige en inspirerende plekken waar mensen nu en in de toekomst graag willen wonen, werken en leven. Daarnaast verminderen we de impact van vastgoed op het klimaat door het terugdringen van de CO ₂ -uitstoot van gebouwen.	Vastgoedsector Wij dragen bij aan de professionaliteit en integriteit van de vastgoedsector.
---	---	--

Bijdrage aan de duurzame ontwikkelingsdoelen van de United Nations

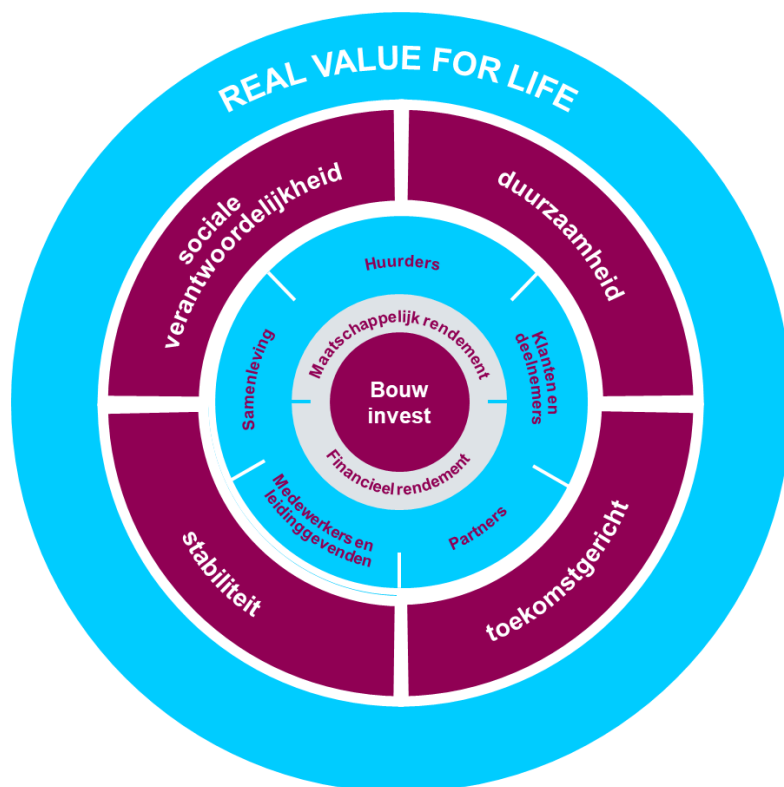


BIJLAGE B: MATERIALITEITSMATRIX BOUWINVEST

Materialiteitsmatrix



1	Integriteit en transparantie	12	Circulair bouwen en gebruiken
2	Reduceren CO ₂ -emissies	13	Dialogo aangaan met stakeholders
3	Tevreden huurders en gebruikers	14	Reputatie en leiderschap
4	Klantbelang centraal	15	Aantrekken en behouden van talent
5	Tevreden en betrokken medewerkers	16	Levensloopbestendig vastgoed
6	Cybersecurity en privacy	17	Ontwikkelen en opleiden
7	Betaalbaarheid	18	Certificeren van gebouwen en portefeuilles op duurzaamheid
8	Nieuwe technologie en innovatie	19	Veranderende mobiliteitsbehoefte
9	Gezondheid en veiligheid	20	Verantwoorde keten(partner)
10	Klimaatbestendige gebouwen	21	Afval reduceren en scheiden
11	Diversiteit en inclusiviteit	22	Behoud van biodiversiteit
		23	Waterverbruik reduceren
		24	Stikstof en PFAS



SEPARATE BIJLAGE

Deze bijlage is vertrouwelijk