

Waarom duurzaam beleggen?

Een beschrijving van de drijfveren achter duurzaam beleggen

Jorg de Jonge MSc

jddejonge@hotmail.nl

31 maart 2021

Scriptie MSRE Vastgoedbeleggen

Amsterdam School of Real Estate

Beoordelaar Hans Op 't Veld

Voorwoord

De aanleiding van dit onderzoek was een persoonlijke zoektocht naar het antwoord op de vraag wat duurzaam leven mag kosten. Vegetarisch eten en minder vliegen zijn vrijwillige beperkingen die leiden tot een meer duurzame levensstijl, maar financieel gezien zijn veel duurzame producten duurder in aanschaf. Gaandeweg het formuleren van de onderzoeksopzet leek het meer interessant om de motivatie achter bepaalde keuzen te onderzoeken, omdat die bepalen wat het waard is. In het werk van Raworth (2017), wordt deze vraag geëxtrapoleerd tot macro-economisch niveau en een denkrichting gegeven om hiermee aan de slag te gaan. Haar boek was de aanleiding om voor de real estate sector te onderzoeken, hoe men tot een regeneratieve branche kan uitgroeien, die rekening houdt met een sociaal fundament en een ecologisch plafond waarin deze wereld ook toekomst heeft.

Tijdens het formuleren van het theoretisch kader bleek het nog niet eenvoudig om duurzaamheid zo te omschrijven dat dit het klimaatvraagstuk ontstijgt en breder opgevat kan worden. Daarom is een historisch overzicht geschreven over het ontstaan van de Sustainable Development Goals en het gehele jargon rondom duurzaam beleggen. Daarnaast zijn karakteristieken van een organisatie van belang voor de motivatie, waardoor het een vereiste werd om onderscheid te maken in beleggers en hun werkwijze. Daarom is een theoretisch uiteenzetting gegeven over de verschillen tussen institutionele en private beleggers en de strategie waardoor ze worden gekenmerkt.

Over de relatie tussen duurzaam beleggen en rendement is veel gepubliceerd en het bestuderen van deze literatuur resulteerde in vragen naar de meetbaarheid van duurzaamheid en het effect op het rendement. Het werd een uitdaging om een balans te vinden tussen relevantie en actualiteit en kort en bondig blijven zonder tekort te doen aan de inhoud van het originele artikel.

Gaandeweg het onderzoek naar de beschreven motivaties en belemmeringen achter duurzaam beleggen bleek categorisatie een vereiste om het overzicht te bewaren. Dit overzicht, bestaande uit vier sectoren waarin onderscheid wordt gemaakt tussen intrinsiek en extrinsiek, als ook drijfveer en belemmering, gaf houvast en heeft geholpen bij het aanbrengen van focus.

Het was de bedoeling de theorie te toetsen in de praktijk door middel van expertinterviews, na advies is er toch gekozen om gebruik te maken van enquêtes. Men is minder geneigd sociale wenselijke antwoorden te geven en het aantal respondenten is aanzienlijk groter. Hoewel de verwerking meer tijd in beslag heeft genomen dan gehoopt, waren er binnen drie weken voldoende reacties gegeven om verder te gaan naar de analyse. Voor de conclusie, zijn de resultaten ook besproken in expertinterviews. Ondanks dat er geen schokkende ontdekkingen zijn geweest, is deze scriptie een bevredigend resultaat doordat er een systematisch overzicht wordt gegeven van de drijfveren van duurzaam beleggen in de theorie en praktijk.

's-Gravenhage, 30 maart 2021

Jorg de Jonge

Managementsamenvatting

Duurzaam beleggen is van groot belang, de vastgoedsector staat voor een grote uitdaging. Sinds de Sustainable Development Goals en het Klimaatakkoord van Parijs is de toekomst op scherp gezet. Hoewel beleggers al langere tijd actief zijn met duurzaam beleggen met ontwikkelen als Environmental, Social and Governance of Impact Beleggen blijft een grote transitie binnen vastgoedbeleggen uit. Dit ondanks de circa dertig jaar research die is verricht naar de voordelen van duurzaam beleggen. De relatie tussen duurzaam beleggen in vastgoed, de kosten en de opbrengsten in de toekomst voor de beleggers is een uitermate gecompliceerde puzzel, waarbij motivaties en belemmeringen een belangrijke rol spelen in de afweging tussen rendement en duurzaam beleggen. Deze scriptie richt zich op de vraag wat beleggers motiveert om de vastgoedportefeuille te verduurzamen, ten einde adviezen te geven over het versnellen van de transitie.

Duurzaamheid is inmiddels een begrip met een brede toepassing, in dit onderzoek wordt het gedefinieerd volgens het World Commission on Environment and Development met de titel *Our common future* “*Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*”. Duurzaam beleggen moet voor een goede vergelijking gemeten worden, dit gebeurt op object-, fonds- en portefeuilleniveau. Op objectniveau zijn de methoden consistent en de objecten onderling vergelijkbaar, het meten van duurzaamheid op fonds- en portefeuilleniveau is minder eenvoudig, enerzijds door de vele indices en anderzijds door de lage onderlinge correlatie.

Naast een duidelijke definitie is een ander belangrijk vertrekpunt een onderscheid in de beleggers welke actief zijn op de vastgoedmarkt. Op basis van theorie worden elf type vastgoedbeleggers onderscheiden op basis van soort belegger (institutioneel of privaat), de wijze van beleggen (direct of indirect) en welk vehikel ze gebruiken. Vervolgens kan de houding jegens duurzaamheid worden gedefinieerd als Caring, Concerned en Competitive. In de praktijk zal een belegger echter op verschillende wijze beleggen en van diverse vehikels gebruik maken en is er sprake van een combinatie.

Met het operationaliseren van duurzaamheid en een typologisch overzicht van de verschillende beleggers, verschuift de aandacht naar de literatuur over de relatie tussen duurzaamheid en rendement. Duurzaam beleggen is afhankelijk van de economische en institutionele omgeving, floreert in economisch gunstige omstandigheden, met een gezonde sociaal-maatschappelijke druk. Daarin worden duurzame objecten gekenmerkt door hogere huren, minder leegstand en een lager risico in exploitatie. In ontwikkeling wordt duurzaamheid geremd door een hogere investeringen en daarmee risico in de aanvangsfase waarvoor een ontwikkelaar niet wordt beloond. En verder wordt een drempel opgeworpen door de langere ontwikkelingstijd van duurzaam vastgoed in vergelijking tot conventionele ontwikkelingen.

Verder wordt op basis van de literatuur een overzicht gegeven van de drijfveren (motivatie en belemmeringen) achter duurzaam beleggen, opgedeeld in extrinsiek en intrinsiek gemotiveerd. Door een enquête en expertinterviews worden de theoretische drijfveren gerangschikt op mate van belang en aangevuld. Belangrijkste motivaties zijn branding van een object en compliance. De grootste belemmeringen worden gevormd door de hogere initiële kosten van duurzaam vastgoed en het referentiepunt van beleggers, waarin altijd de vergelijking wordt gemaakt met een conventionele investering.

Het resultaat van deze scriptie is een model waarin de theoretisch drijfveren door een toetsing in de praktijk zijn aangevuld, gerangschikt op relevantie en in relatie gebracht tot het type beleggers. Het modelmatige resultaat is te vinden in het slothoofdstuk van deze scriptie.

Inhoud

Voorwoord	2
Managementsamenvatting.....	3
Inhoud	4
1 Inleiding.....	6
1.1 Introductie.....	6
1.2 Aanleiding.....	6
1.3 Probleemstelling.....	6
1.4 Onderwerp.....	7
1.5 Centrale vraag en deelvragen.....	7
1.6 Soort onderzoek	7
1.7 Onderzoeksmodel.....	8
1.8 Leeswijzer	9
2 Kader	10
2.1 Inleiding	10
2.2 Duurzaamheid	10
2.3 Operationalisatie van duurzaam beleggen.....	11
3 Theorie	14
3.1 Inleiding	14
3.2 Classificeren type beleggers	14
3.3 Deelconclusie vraag 1	16
3.4 Theoretisch relatie tussen duurzaamheid en rendement	16
3.5 Deelconclusie vraag 2	20
3.6 Drijfveren duurzaam beleggen in de praktijk	20
3.7 Deelconclusie vraag 3	24
4 Model	25
4.1 Inleiding	25
4.2 Overzicht relevantie drijfveren per belegger.....	25
5 Praktijk.....	28
5.1 Inleiding	28
5.2 Enquête	28
5.3 Expertinterviews.....	29
5.4 Resultaten.....	29
6 Analyse	35
6.1 Inleiding	35
6.2 Belangrijkste kenmerk van duurzame beleggers:.....	35

6.3	Relatie tussen duurzaamheid en rendement	35
6.4	Deelconclusie vraag 4	36
6.5	Extrinsieke drijvers	36
6.6	Intrinsieke drijvers	36
6.7	Deelconclusie vraag 5	38
7	Conclusie en advies	39
7.1	Conclusie.....	39
7.2	Advies	42
7.3	Reflectie	42
	Bibliografie	43

1 Inleiding

1.1 Introductie

Volgens het Action Framework uit 2016 van de United Nations is het noodzakelijk om als real estate sector gezamenlijk de uitdaging aan te gaan die het klimaatakkoord van Parijs en in bredere zin de Sustainable Development Goals (SDG) stelt. Niet alleen voor het klimaat, maar ook voor een gezond rendement op langere termijn, het zeker stellen van de economie en een gebouwde omgeving die het waard is om door te geven aan de volgende generatie (United Nations Environment Program Finance Initiative, 2016). Deze scriptie betreft een onderzoek naar de motivatie achter duurzaam beleggen en de verwachte gevolgen voor het rendement onder beleggers, uitgevoerd ter afsluiting van de Master of Science in Real Estate. Het onderzoek tracht inzicht te geven in drijfveren achter duurzaam beleggen en bij te dragen aan beantwoording van de vraag hoe deze motivatie te beïnvloeden is. Deze scriptie heeft als doel om bij te dragen aan de gezamenlijke uitdaging! In onderstaand schrijven, wordt achtereenvolgens aanleiding, onderwerp en probleemstelling verder toegelicht. Om vervolgens verder in te gaan op de opzet en structuur van het onderzoek.

1.2 Aanleiding

De vastgoedsector staat voor een enorme queeste, er wordt niet langer sec gevraagd naar huisvesting voor wonen of werken, maar om een totaalconcept met voorwaarden die aansluiten bij richtlijnen als de SDG en het Klimaatakkoord. En daar ligt een grote uitdaging voor professionals in de vastgoedsector vandaag de dag (Beukeboom, 2019). Beleggers actief in de gebouwde omgeving van Nederland spelen hierin een grote rol. In beleggers zijn veel soorten te onderscheiden, elk met hun eigen kenmerken en drijfveren voor duurzaam beleggen.

Sinds de opkomst van Environmental, Social and Governance (ESG) als leidraad voor beleggers, is er veel onderzoek gedaan naar de vereiste investeringen in duurzaamheid en de verwachte opbrengsten voor de belegger. Heineke (2019) geeft in zijn onderzoek een goed overzicht van de relevante publicaties over de periode 2010 tot 2019 en benoemt de zwakheden in de analyses. De resultaten hebben alleen betrekking op de Amerikaanse markt, worden gekenmerkt door een laag aantal waarnemingen of laten de kosten voor verduurzaming buiten beschouwing. De onderzoeken richten zich voornamelijk op de rendementen en risico's voor de beleggers in hogere huren of een verkoopwaarde op objectniveau. Eerder al werd er onderzoek gedaan naar de relatie tussen duurzaamheid en rendement op object- en fondsniveau. Ter illustratie, zo vonden Eichholtz, Kok & Yonder in 2011 geen relatie tussen duurzaamheid en een hoger fondsrendement bij hun onderzoek naar 128 REITs, maar wel een significant lager risico. Een REIT, of voluit Real Estate Investment Trust, is een Amerikaans fonds, die belegt in vastgoed en daarvan aandelen uitgeeft, al dan niet beursgenoteerd. Maar ook voor de Nederlandse beleggingsfondsen is het onderzoek naar de relatie tussen duurzaamheid en rendement zonder eenduidig resultaat (Vlasveld, 2012). In de afgelopen jaren is een omvangrijk aantal onderzoeken verricht, waarbij het meerderdeel een positief effect meet in het rendement, desondanks blijft een groot kantelpunt in de sector voor alsnog uit.

Gesteld kan worden dat de relatie tussen duurzaam beleggen in vastgoed, de kosten en de opbrengsten in de toekomst voor de verschillende beleggers een uitermate complexe puzzel is, waarbij motivaties en belemmeringen een belangrijke rol spelen voor de afweging tussen rendement en duurzaam beleggen. In de volgende paragraaf wordt het onderwerp en de probleemstelling uitgewerkt.

1.3 Probleemstelling

De probleemstelling is als volgt geformuleerd:

Ondanks de onderzoeken die een positieve relatie tonen tussen rendement versus duurzaam beleggen en het feit dat de deadline voor een klimaat neutrale wereld steeds dichterbij komt, blijft een groot kantelpunt in de vastgoedsector uit. Dit komt doordat er een gestructureerd overzicht van de drijfveren en belemmeringen van de verschillende type beleggers ontbreekt, waardoor er onvoldoende informatie is om hen te motiveren.

1.4 Onderwerp

Om beleggers te kunnen motiveren de portefeuille te verduurzamen, is het van belang om hun karakteristieken te onderscheiden en de drijfveren achter verduurzaming te kennen en bekend te zijn met rendementsverwachting. Deze drijfveren van beleggers uit de praktijk moeten in relatie gebracht worden met theoretische onderzoeksresultaten om zo meer overzicht te geven. Dit met als doel om beleggers te stimuleren hier (nog) meer werk van te maken. Deze scriptie kan gebruikt worden door de overheid en belangenverenigingen, dan wel afdelingen of individuen verantwoordelijk voor het duurzaamheidsdoelstellingen binnen hun organisatie.

Een overzicht met drijfveren achter duurzaam beleggen en de relevantie per type belegger, geeft de mogelijkheid om een werkende stimulus te formuleren. Ter illustratie, als een bepaald type belegger erg afhankelijk is van financiering, is het wellicht een goede mogelijkheid om duurzaam beleggen te motiveren door aanpassingen in de financieringsvoorwaarden. Een ander voorbeeld, wanneer blijkt dat subsidies voor duurzame investeringen nauwelijks gebruikt worden doordat ze onvoldoende bekend zijn, zouden de subsidie beter bereikbaar moeten zijn. Wellicht dat deze scriptie en het model, aanleiding kunnen zijn voor beleggers om vergaande keuze voor duurzaamheid te maken.

1.5 Centrale vraag en deelvragen

De centrale vraag voor dit onderzoek is:

Wat motiveert de verschillende type beleggers om hun vastgoedportefeuille te verduurzamen?

Dit onderzoek heeft als doel overzicht en inzicht te geven in drijfveren en rendementsverwachtingen van type beleggers bij het verduurzamen van hun portefeuille. Dit overzicht kan bijdragen aan het passend kunnen motiveren van beleggers, om daadwerkelijk over te gaan tot verduurzaming van hun portefeuille. Meer inzicht in dit vraagstuk vraagt om een goed gedocumenteerd en systematisch overzicht met de drijfveren achter duurzaam beleggen per type belegger. Aan de hand van dit overzicht kunnen beleggers gemotiveerd worden tot verdere verduurzaming.

Om de centrale vraag te kunnen beantwoorden wordt eerst in een beschrijvend kader ingegaan op hoe verduurzaming gemeten kan worden op object-, fonds- en portefeuilleniveau. Hierin wordt ook aandacht gegeven aan de definitie van duurzaamheid. Het onderzoek wordt vervolgens voortgezet aan de hand van onderstaande deelvragen:

1. **Welke verschillende soorten beleggers kunnen worden onderscheiden op basis van de theorie en wat zijn hun kenmerken?**
2. **Welke relatie veronderstelt de theorie tussen duurzaamheid en rendement bij een beleggingsobject als vastgoed?**
3. **Welke drijfveren achter verduurzaming van vastgoedportefeuilles worden in de literatuur beschreven voor de verschillende typen beleggers?**
4. **Hoe beoordelen beleggers de relatie tussen duurzaamheid en rendement?**
5. **Welk afwegingskader hanteren beleggers in de dagelijkse praktijk voor duurzaam beleggen?**

1.6 Soort onderzoek

Het onderzoek richt zich op de verwachting en motivatie van mensen en organisaties waarbij de theorie in praktijk wordt getoetst, een kwalitatief onderzoek ligt daarom het meeste voor de hand als onderzoeksmethode. Het onderzoek is verkennend van aard, omdat er zeker verschillen zijn in de motivatie en belemmeringen achter duurzaamheid bij de verschillende beleggers, maar de oorzaak hiervan onbekend is. Als resultaat wordt een theorie gevormd over de verschillen tussen de beleggers en op basis daarvan een advies gepresenteerd hoe zij gemotiveerd kunnen worden.

Omdat de motivatie niet voldoende bekend is en het onderzoek een verkennende natuur heeft, ligt het voor de hand om in de eerste instantie een enquête af te nemen, zo nodig aangevuld met expertviews. Ook vanuit de

gedachte dat in interviews meer risico bestaat dat men sociaal wenselijk antwoorden geeft. Daarbij is het voor een goed overzicht belangrijk om voldoende responsie te krijgen van de diverse beleggers.

Deze informatie levert belangrijke inzichten op te vergeleken kunnen worden met de theoretische uitgangspunten en helpen bij het opzetten van een overzicht, met de belangrijkste drijfveren achter duurzaamheid en rendementsverwachting per belegger. In het onderzoek deel is gestreefd naar een evenwichtige verdeling tussen in type beleggers en een respons van 50 tot 80 enquêtes. Voor een verkennend onderzoek is een kleinere steekproefomvang voldoende.

1.7 Onderzoeksmodel

Onderstaand is een schematisch overzicht te vinden van de opzet van het onderzoek.

Kader
<ul style="list-style-type: none"> • Definitie van duurzaamheid beleggen • Operationaliseren van duurzaam beleggen van object- tot portefeuilleniveau
Theorie
<ul style="list-style-type: none"> • Classificeren verschillende type beleggers op basis van theorie • Beschouwen relatie duurzaamheid en rendement op basis van literatuur • Literatuurstudie naar het afwegingskader voor verduurzaming, onderscheiden drijfveren intrinsiek en extrinsiek • Het resultaat is een model waarbij beleggers en drijfveren worden samengebracht
Praktijk
<ul style="list-style-type: none"> • Enquête per belegger: classificeren belegger, verwachte relatie rendement en verduurzaming en toetsing van de motivatie van iedere respondent • Resultaten vanuit de enquête bespreken met experts ter aanvulling en onderbouwing
Analyse
<ul style="list-style-type: none"> • Belangrijkste kenmerk van duurzame beleggers • Relatie tussen duurzaamheid en rendement • Motivaties en belemmeringen achter duurzaam beleggen • Werkelijk afwegingskader verduurzaming
Conclusie
<ul style="list-style-type: none"> • Conclusie en advies • Gewijzigde model met drijfveren per type belegger

Figuur 1 Onderzoeksmodel

1.8 Leeswijzer

Na de bovenstaande uiteenzetting van methodische aanpak, is de opbouw van de scriptie als volgt:

In het **Kader** wordt een overzicht gegeven van de type beleggers en meetinstrumenten van duurzaamheid van object- tot portefeuilleniveau.

Gevolgd door het hoofdstuk **Theorie** met een overzicht van de relevante literatuur over rendement en duurzaamheid en drijfveren daarachter van beleggers. Deze drijfveren worden onderverdeeld in motivatie of belemmering, intrinsiek dan wel extrinsiek van aard. Het hoofdstuk sluit af met een schematisch overzicht van de relevante drijfveren vanuit de theorie.

In het hoofdstuk met de titel **Model**, wordt de informatie uit het Kader en de Theorie verwerkt tot een model dat getoetst kan gaan worden.

In het daaropvolgende deel, genaamd **Praktijk**, wordt middels een enquête en gebruik van expertinterviews de theorie getoetst. Wat is de verwachte relatie tussen rendement en duurzaamheid van beleggers? En hoe worden deze gedreven zijn? Dat zijn de centrale vragen. In dit gedeelte van de scriptie wordt de enquête opgebouwd en uitgevoerd, aangevuld met de expertinterviews om de resultaten te toetsen.

In het gedeelte met als titel **Analyse** worden de resultaten van de enquête besproken en getoetst aan de theorie en met behulp van beschrijvende statistiek verwerkt tot een basis voor het afsluitende hoofdstuk.

Ter afsluiting volgt de **Conclusie** gebaseerd op de analyse uit het voorgaande hoofdstuk waarbij naast afsluitende opmerkingen ook de hoofdvraag wordt beantwoord en kritische kanttekeningen worden geplaatst bij deze onderzoeksrapportage.

2 Kader

2.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt aandacht gegeven aan het definiëren van het begrip duurzaam beleggen. Ook wordt aandacht gegeven aan het operationaliseren van duurzaam beleggen en de verschillende methoden van meten, benchmarken en vergelijken van indices op respectievelijke object, fonds en portefeuilleniveau die daarbij horen.

2.2 Duurzaamheid

2.2.1 Overheid

Een veel gebruikte definitie van duurzaamheid is gebaseerd op het rapport geschreven door 'World Commission on Environment and Development (WCED) met de titel *Our common future* van de VN-commissie Brundtland uit 1987 en gaat als volgt "*Humanity has the ability to make development sustainable to ensure that it meets the needs of the present without compromising the ability of future generations to meet their own needs*". In de thesis van Van de Velde uit 2019 wordt de ontstaansgeschiedenis vanaf 1987 tot aan de huidige stand van zaken overzichtelijk beschreven. In de jaren volgende op 1987 worden er diverse conferenties belegd, waar de basis van de Millennium Development Goals (MDG) worden gevormd die in 2000 zijn vastgesteld. De acht doelstellingen die gezamenlijk de MDG vormen zijn de eerst internationale samenwerking op ontwikkelingsbied en door de invloed op het beleid van de verschillende landen en organisaties wereld tot een succes gemunt (McArthur, 2014).

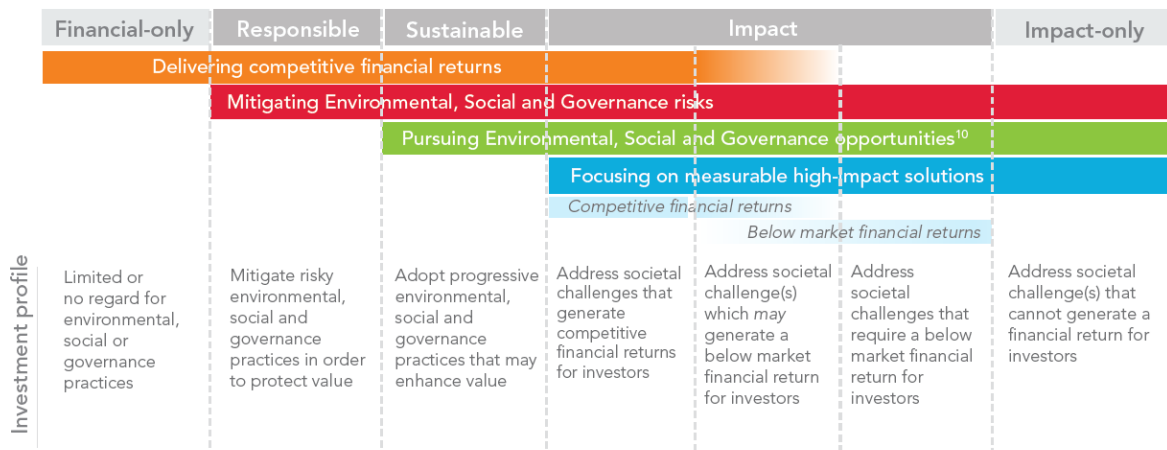
Met een tussenstap van de MDG, is dit streven rond 2015 door de VN uitgewerkt in te SDG en opgedeeld in een zeventiental verschillende aspecten. Deze doelen worden veel beschouwd als de opvolging van de MDG en zijn in de rapportage *Transforming our World, The 2030 Agenda for sustainable development* uiteengezet. Opvallend genoeg wordt SDG13 Klimaatverandering summier uitgewerkt, via conferenties in Kopenhagen en Rio de Janeiro wordt uiteindelijk in Parijs het Klimaatakkoord getekend, waarbij de opwarming van de aarde aan banden wordt gelegd met een limiet van twee graden, daarna zouden de gevolgen voor de mens desastreus zijn (Van de Velde, 2019). In dit Akkoord van Parijs stellen 55 landen met elkaar grenzen aan de CO2 uitstoot en de opwarming van onze planeet.

2.2.2 Beleggingsmarkt

In het onderzoek van Ionascu et al. wordt geconcludeerd dat acht van de zeventien SDG prioriteit krijgen in de uitgevoerde content analyse van 39 jaarrapportages, de overige komen niet aan bod. Aandacht aan het thema duurzaamheid wordt vooral gegeven in de duurzaamheidsagenda, gevolgd door de verklaring van de CEO en het strategiedeelte (2019). Toch is duurzaam beleggen ook in de beleggingsmarkt een actueel thema met eigen raamwerk van definities. Onderstaand worden de meest voorkomende begrippen kort toegelicht.

Het begrip ESG komt voor uit de UN PRI rapport genaamd "*Who Cares wins*", een poging van de Union Global Compact om Environmental, Social en Governance te integreren in de financiële wereld. De integratie van ESG-criteria wordt gebruikt om traditionele financiële analyse te verbeteren door potentiële risico's en kansen te identificeren die verder gaan dan reguliere analyse. Beleggen op basis van ESG-criteria, wordt gezien als financieel presteren op een ethische wijze, waarbij het belangrijkste doel van ESG-waardering financiële prestatie blijft. Social Responsible Investment (SRI) gaat nog een stap verder door maatschappelijk verantwoord te beleggen en daarbij bepaalde beleggingscategorieën te mijden en alleen beleggingen te selecteren op basis van ethische richtlijnen. Waar ESG alle fondsen langs de lat legt, is SRI erop gericht om ook actief onethische fondsen te weren uit de portefeuille. De volgende stap is Impact Investing, daarbij zijn de positieve resultaten van het grootste belang en is financiële prestatie ondergeschikt.

Om overzicht te houden heeft de werkgroep Asset Allocation Working Group van de Social Impact Investment Taskforce (2014), het spectrum van kapitaal opgesteld. Hierin worden verschillende houdingen ten opzichte van duurzaamheid in relatie tot gevolgen voor het rendement en risico schematisch weergegeven. Vanaf links bezien, gedreven door financieel gewin, naar het vermijden van risico en de daaropvolgende stap het nastreven van ESG -kansen en afgesloten met impact investeren met een hoog resultaat dat uiteindelijk omslaat naar impact-only.



Figuur 2 Spectrum of Capital

2.3 Operationalisatie van duurzaam beleggen

Naast een duidelijke definitie van duurzaamheid moet er een helder meetinstrument worden gedefinieerd, die zich niet alleen focust op energieverbruik, maar een breed scala van aspecten meeneemt in de beoordeling. In deze paragraaf wordt een korte uiteenzetting gegeven van de methoden die worden toegepast. Zoals eerder aangegeven wordt hierbij een onderscheid gemaakt op object- fonds en portefeuilleniveau en zo is deze paragraaf dan ook ingedeeld.

Inmiddels is er een overschot aan verschillende certificaten en keurmerken, die betrekking hebben op duurzaamheid. Sommige beperken zich tot energieverbruik en andere richten zich op een breder spectrum in lijn met de SDG. Matisoff et al. (2016) geven in hun artikel aandacht aan deze wildgroei van certificering: de methoden verschillen van elkaar en zijn daardoor uniek. Verder is het resultaat vooral belangrijk als signaal naar de markt, terwijl de onderliggende score niet relevant wordt geacht. In deze alinea wordt een kort overzicht gepresenteerd van de aanwezige methoden, omdat deze ook de basis vormen van onderzoeken naar rendement en duurzaamheid. Onderstaande certificaten kunnen geclassificeerd worden naar niveau: van object- tot aan portefeuilleniveau.

2.3.1 Objectniveau

Op objectniveau worden de volgende relevante certificaten onderscheiden die, een indicatie geven van hoe duurzaam een object wordt beoordeeld. Deze worden specifiek opgesteld voor het betreffende gebouw en het certificaat of label wordt geregistreerd in een database en in sommige gevallen actief gecommuniceerd naar de gebruikers van de objecten. Onderstaande certificaten of labels zijn de meest voorkomende en bekende methoden voor het meten van duurzaamheid op objectniveau bekend bij gebruikers.

- **Energielabel** Op Europees niveau werd in 2003 de “Energy Performance of Building Directive” (EPBD) geïntroduceerd om meer inzicht te geven in de energiezuinigheid van een object. In deze regeling wordt een certificaat verlangd voor alle gebouwen in Europa, met als doel gebruikers inzicht te geven in energiezuinigheid. In Nederland is deze regelgeving uitgerold voor kantoren en woningen in het Energie Prestatie Certificaat of kortweg Energielabel variërend van A++ tot G (Van den Brom, 2020). De rekenmethodiek achter deze certificering is per 1 januari 2021 aangescherpt. De eis vanuit de overheid

om utiliteitsgebouwen in gebruik tot een C-label te brengen, gaat in per 1 januari 2023. Momenteel zijn er circa 120.000 labels afgegeven voor utiliteitsgebouwen.

- **BENG** (Bijna Energie Neutrale Gebouwen) is een wijziging in de berekeningsmethodiek die het Energielabel zal vervangen voor nieuwbouwprojecten, woningen en kantoren, waarvoor na 1 januari 2021 een vergunning wordt aangevraagd. Er worden eisen gesteld aan drie onderdelen, te weten: energiebehoefte, energieopwekking met fossiel brandstof en het percentage hernieuwbare energie. Methodisch gezien is de berekeningswijze van het nieuwe energielabel en de BENG-certificering gestoeld om dezelfde uitgangspunten: NTA 8800.
- **EnergyStar** Min of meer vergelijkbaar met het Nederlandse energielabel, waarbij de focus ligt op het verbruik van energie op objectniveau. Dit programma is een samenwerking van US Environmental Protection Agency en US Department of Energy. In 1992 is dit programma gestart als een vrijwillige certificeringmethodiek voor producenten, maar dit werd vrij kort daarna verplicht voor woningen en utiliteitsgebouwen, respectievelijk in 1993 en 1995. Het EnergyStar label staat voor energiezuinigheid, lagere operationele kosten en minder milieubelastend. Circa 36.000 kantoren in de US zijn uitgerust met een EnergyStar label en deze zouden naar eigen publicatie gemiddeld 35% energiezuiniger zijn.
- **LEED** (Leadership in Energy and Environmental Design) is een milieucertificeringssysteem ontwikkeld door de United States Green Building Council (USGBC) en wordt wereldwijd toegepast op objectniveau sinds 1999. Binnen de certificering wordt onderscheid gemaakt tussen: Certified, Silver, Gold en Platinum. Het LEED certificaat is beschikbaar voor nieuwe ontwikkelingen en meer specifiek interieur en exterieur, bestaand vastgoed, gebiedsontwikkelingen en hele steden. Op moment van schrijven in het najaar van 2020 zijn er ongeveer 130.000 certificaten in omloop, waarvan ruime 100.000 zijn uitgegeven in de US en 50 in Nederland.
- **BREEAM** (BRE Environmental Assessment Method) is een milieucertificeringssysteem ontwikkeling door BRE (Building Research Establishment) en wordt eveneens wereldwijd toegepast op objectniveau sinds 1990. BREEAM-certificaten kunnen uitgegeven worden voor gebiedsontwikkeling, infrastructuur en gebouwen en kennen een specificatie per land. Wereldwijd zijn er 593.704 in omloop, waarvan het merendeel in Europa is afgegeven. In Nederland zijn er door BREEAM-NL circa 2.100 in certificering afgegeven.

2.3.2 *Fondsniveau*

Op fondsniveau wordt gebruik gemaakt van onderstaande benchmark om de fondsen qua duurzaamheid met elkaar te vergelijken. De resultaten van de benchmark zijn bedoeld om potentiële beleggers en bestaande aandeelhouders te informeren over de duurzame prestatie van het fonds waarin zij beleggen. Het betreft een geaggregeerd prestatie van de onderliggende objecten.

- **GRESB** (Global Real Estate Sustainability Benchmark) is een assessmentsysteem voor ESG-waardering specifiek voor vastgoed op portefeuille niveau sinds 2008. GRESB wordt toegekend aan portefeuilles bestaande uit infrastructuur of gebouwen. Uit de gepresenteerde resultaten blijkt dat 1.229 portefeuilles zijn beoordeeld, wat gezamenlijk meer dan 96.000 assets betreft. Interessant aan GRESB is de spreiding wereldwijd, ongeveer een gelijk aandeel qua belegd vermogen is aanwezig in Europa en de US.

2.3.3 *Portefeuilleniveau*

Op portefeuilleniveau wordt gebruikt gemaakt van indices, die middels een gewogen gemiddelde de prestatie vergelijken met het gemiddelde resultaat vergelijkbare portefeuilles. De ESG-index wordt samengesteld net zoals de market-gap index, waarbij de slechts presenteerde bedrijven worden geschrapt. Indices zijn er in verschillende soorten: ESG, SRI en Impact Investing. ESG-indices waarbij de criteria hand in hand gaan met het rendement, zoals de MSCI ESG Universal Index of de S&P 500 ESG Index. SRI-indices die doorgaans iets strenger is dan ESG doordat ze ook bedrijven en sectoren uitsluiten die per definitie niet aansluiten bij duurzame uitgangspunten. Voorbeelden zijn, MSCI KLD 400 Social Index en de Solactive Sustainability. En tot slot Impact Investing, deze indices gaan verder gaan dan schade beperken en kiezen om een positieve impact te hebben

afgemeten aan de SDG. Deze indices zijn nog schaars, doordat deze in opkomst zijn, maar de MSCI ACWI Sustainable Impact Index is hiervan een voorbeeld. Onderstaand worden de relevante indices kort beschreven.

- **TRESG** (Thomson Reuters Global ESG Equal Weighted Index) is de iets complexere variant, deze index voor beursgenoteerde beleggers wordt eveneens samengesteld op ESG-strategie maar in deze index wordt het betreffende bedrijf vergeleken met peers in de sector en regio. Per regio/sector en onderdeel van ESG (Environmental, Social and Governance) wordt een vergelijking gemaakt, waarbij alle drie de delen boven de 50 van 100 punten moet presenteren.
- **MSCI ESG Index Framework** is een verzameling van sectorspecifieke indices die trachten de lange termijn risico's van organisaties op het gebied van ESG inzichtelijk te maken. Zij gebruiken een methodiek om marktleiders en achterblijvers te identificeren op basis van de blootstelling aan ESG-risico's, van AAA tot en met CCC.
- **Sustainalytics** is een bedrijf van Morningstar waarbij risicoclassificaties (managed, manageable en unmanaged risk) de mate duiden waarin de economische waarde van een bedrijf wordt bedreigd door ESG-factoren of, meer technisch gesproken, de omvang van de onbeheerde ESG-risico's van een bedrijf, gemeten van Negligible tot Servere. De ESG-risicobeoordeling van een bedrijf bestaat uit een kwantitatieve score en een classificatie in een risicocategorie
- **MSCI KLD Social 400** is ontstaan om beleggers in beursgenoteerd vastgoed een indicatie te geven van de ESG-strategie van het bedrijf waarin zijn beleggen, om deze aan te laten sluiten bij hun eigen waarden. Deze index is opgericht in 1990 en bevat 400 bedrijven van diverse omvang en sectoren, waaronder vastgoed met 3,5%. Zij heeft als doel de best presterende bedrijven op ESG-kenmerken, per sector te selecteren.
- **MSCI ACWI Sustainable Impact Index** is bedoeld om de overeenstemming met de SDG te meten, gegroepeerd naar vijf thema's: basisbehoeften, empowerment, klimaatverandering, natuurlijk kapitaal en bestuur. Dit met als doel om bedrijven die meer dan 50% van hun inkomsten halen uit producten en diensten die de ecologische en sociale uitdagingen aanpakken. De index sluit bedrijven uit die niet voldoen aan de minimale normen op het gebied van milieu, maatschappij en governance (ESG) en weegt effecten op basis van het percentage van de inkomsten afkomstig van producten of diensten die betrekking hebben op de thema's.

Dit is slechts een kleine greep uit het aantal indices, onderling is er weinig samenhang tussen de onderliggende methodieken. Het onderzoek van Berg et al. toonde in 2020 aan dat er een lage correlatie bestaat tussen de ESG-ratings van ruim 800 beursgenoteerde ondernemingen door vijf grote ratingbedrijven te onderzoeken: RobecoSAM, Vigeo-Eiris, Asset4 en het beschreven Sustainalytics en KLD. De gemiddelde correlatie bedroeg 0,61 waarbij de factor Environmental nog het meeste onderlinge samenhang vertoont.

Aangezien in de literatuurstudie in het volgende hoofdstuk de methodieken door elkaar worden gebruikt is het zaak om inzicht te hebben in het meten van duurzaamheid op de verschillende niveaus. Het volgende gedeelte heeft betrekking op het classificeren van beleggers, waarna de relevante studies naar de relatie tussen duurzaamheden en rendement kort worden besproken. Daarbij is bovenstaande terminologie het vereiste kader.

3 Theorie

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk wordt de basis gelegd voor het verdere onderzoek en behandelt voornamelijk soorten beleggers, theoretische relatie tussen duurzaamheid en rendement. Tevens wordt de relevante onderzoeken naar de bekende drijfveren achter duurzaam beleggen beschreven. Als conclusie wordt deze informatie verzameld in een schematisch overzicht, welke een overzicht geeft van de theoretische drijfveren achter duurzaam beleggen. Het verloop van dit hoofdstuk bestaat uit drie paragrafen, aan het einde van iedere paragraaf wordt een deelvraag beantwoord.

3.2 Classificeren type beleggers

In basis zijn alle beleggers hetzelfde, zij investeren vermogen met als doel uit de kasstromen gedurende de exploitatieperiode een rendement te realiseren (Vlek, 2018). Echter het type beleggingsvehikels, geaccepteerd risico en gewenst rendement, maar ook de looptijd en strategie variëren. De veronderstelling in dit onderzoek is dat deze kenmerken ook de houding ten opzichte van duurzaamheid verklaren. In onderstaande alinea wordt getracht om beleggers te onderscheiden op markt, soort en strategie. Als belangrijkste kenmerk, wordt per type belegger de houding jegens duurzaam beleggen gekarakteriseerd.

3.2.1 Markt

De kapitaalmarkt laat zich opdelen in twee zijden van dezelfde medaille, de equity assets en debt (Geltner, 2013). Dit onderzoek richt zich op de equity zijde van beleggen, die toegespitst voor vastgoedbeleggen zich laten opdelen in direct en indirect. Waarbij direct zich laat splitsen in fysieke objecten en vermogenstitels en indirect kan onderverdeeld worden in beursgenoteerd of niet-beursgenoteerde fondsen (Van Gool, 2013).

3.2.2 Soort

Naast de verschillende manieren van beleggen zijn er in hoofdzaak twee type beleggers actief, private en institutionele partijen. Allebei beleggen ze zowel direct als indirect in vastgoed. Het type belegger en de wijze waarop zij beleggen hoeft niet bepalend te zijn voor het belang van duurzaamheid bij deze keuze. Private beleggers zijn lastig te definiëren: het is een heterogene verzameling beleggers die allemaal worden gekenmerkt door eigen omvang, professionaliteit en motivatie. Cuppen (2011) maakt daarom in zijn scriptie een onderverdeling in private beleggers in beursgenoteerde fondsen, private fondsen en family offices. Institutionele partijen zijn beleggingsinstellingen met als doel het beheren van vermogen, met de intentie om te voorzien in verplichting in de toekomst zoals: verzekeraars, bank en pensioenfondsen.

De Nederlandse beleggingsmarkt is volgens Klapwijk (2017) als volgt verdeeld, de totale omvang is ongeveer 75,4 miljard, waarvan de institutionele beleggers en vastgoedfondsen circa 47 miljard (64%) bezitten. Resterende 28 miljard (36%) wordt vanuit het buitenland belegd in onze sector. Zowel institutionele, als private beleggers verdelen hun vermogen middels directe en indirect beleggingsmogelijkheden: 34,6 miljard wordt indirect belegd en de resterende 41,1 miljard direct.

3.2.3 Strategie

Beleggingsstrategieën wordt door de INREV (Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles) opgedeeld in core, core-plus, value-add en opportunistisch qua strategie voor direct beleggen. Beleggers worden door INREV ingedeeld op basis van zes risico factoren: leverage, ontwikkelings-, land en sectorrisico gevolgd door inkomen als percentage van de total return en diversificatie. De verschillende strategie laten zich als volgt definiëren:

- **Core** - een strategie waarbij een fonds hoofdzakelijk investeert in objecten voor directe inkomsten en daarbij weinig risico accepteert. Het fonds maakt veelal gebruik van een lage (of geen) leverage en heeft een voorliefde voor hoogwaardige objecten op goede locaties met kredietwaardige huurders.
- **Value Added** - een strategie waarbij het fonds kiest voor een balans tussen waardeontwikkeling en direct inkomsten. Daarbij maakt het fonds deels gebruik van leverage en investeert in verschillende type

vastgoed op redelijke locaties, ook wordt gedeeltelijke leegstand geaccepteerd. Door actief management wordt getracht waarde toe te voegen aan het object en daarmee het fonds.

- **Opportunity** - een strategie waarbij het fonds gaat voor waardeontwikkeling van het vastgoed met een hoog risico en veel gebruik maakt van leverage. Men investeert in verschillende soorten vastgoed, dekken niet terug voor grootschalige transformaties of speculeren op beleidswijzingen waardoor alternatieven mogelijk worden.

De strategie van indirecte beleggers wordt opgedeeld in actief en passief beleggen, in de studie van AFM over de verschillen over de performance van actief en passief beleggen uit 2011 onderscheiden zij zich op visie.

- **Passief** - betekent beleggen zonder bepaalde visie op toekomstige risico-rendementsverhouding en trachten de beursindex te volgen. De beursindex, of kortweg index, betreft een gewogen gemiddelde van de belangrijkste aandelen en wordt gebruikt om eigen prestatie af te wegen tegen het gemiddelde resultaat.
- **Actief** - houdt in dat beleggen gekenmerkt wordt door een sterke visie op de risico-rendementsverhouding, waarbij juist wordt afgeweken van de index ten einde extra rendement te halen. Passieve beleggers eindigen in de buurt van de index, waarbij beleggers met een actieve strategie daar ver boven of onder eindigen. Het onderzoek van de AFM richt zich op aandelenfondsen, voor het indirect, niet-beursgenoteerd vastgoed, daarbij wordt de indeling van INREV gehandhaafd als kenmerkend voor het fonds.

3.2.4 Houding

Bansal en Roth (2000) onderscheiden in hun werk drie houdingen ten opzichte van ESG, die ook breder gehanteerd kunnen worden als een houding jegens duurzaamheid. In een onderzoek van PWC uit 2016 wordt een vergelijkbare indeling gehanteerd. Beiden onderscheiden drie profielen, die als volgt worden gekarakteriseerd: Caring, Competitive en Concerned. In het Caring(1) profiel is de organisatie strategisch intrinsiek gemotiveerd. Bij Competitive (2) is de organisatie actief met duurzaamheid, beschouwd vanuit rivaliteit of competitie met concurrent. Duurzaamheid geeft een voordeel of wordt gezien als een must om bij te blijven. En tot slot Concerned (3), daarbij wordt de organisatie extrinsiek gedreven qua duurzaamheid en volgt zij regelgeving om toekomstige risico's in te perken.

Het vervolg van dit onderzoek richt zich op beleggers actief op de equity zijde van het beleggen, waarbij deze beleggers worden onderscheiden naar soort en strategie en houding ten opzichte van ESG-investeringen. Iedere combinatie vormt een type belegger. Zo ontstaat er een overzichtskaart van elf mogelijke combinaties, die vervolgens onderscheiden worden door hun houding jegens duurzaamheid. Hieronder is de bovenstaande informatie overzichtelijk gepresenteerd in een schema, de betreffende typen zijn gespecificeerd naar wijze van beleggen.

Equity Asset zijde (Omvang NL 75 miljard)										
Institutioneel (47 miljard) /Privaat (28 miljard)										
Direct beleggen						Indirect beleggen				
Stenen			Vermogens-titels			Beursgenoteerd		Niet-beursgenoteerd		
Core	Value-added	Opportunistic	Core	Value-added	Opportunistic	Passief	Actief	Core	Value-added	Opportunistic

Figuur 3 Overzicht beleggers

3.3 Deelconclusie vraag 1

Op basis van bovenstaande worden er elf soorten beleggers onderscheiden in de theorie. Elk type is een optelling van de soort belegger (institutioneel of privaat), de wijze van beleggen (direct of indirect) en welk vehikel ze gebruiken. In de praktijk zal een belegger echter op verschillende wijze beleggen en van diverse vehikels gebruik maken en is er sprake van een combinatie. Vervolgens kan de houding ten opzichte van duurzaamheid op basis van de driedeling van Bansal & Roth worden bepaald. Deze houding is kenmerkend voor de institutionele of private beleggers en is als het ware een aanvullend kenmerk op het abstracte overzicht.

3.4 Theoretisch relatie tussen duurzaamheid en rendement

In deze alinea wordt een overzicht gegeven van de diverse literatuur geschreven over de relatie tussen duurzaamheid en rendement. In de eerste paragraaf wordt naar de vereiste omstandigheden en positieve effecten van duurzaam beleggen gekeken. In de tweede paragraaf wordt nader ingezoomd op de effecten op het rendement op fonds- en objectniveau, waarna tot slot nader in wordt gegaan op de kosten.

3.4.1 Duurzaam beleggen op portefeuilleniveau

In het onderzoek van Campbell (2005) wordt een antwoord gezocht op de vraag waarom bedrijven sociaalverantwoordelijk casu quo duurzaam zouden beleggen, maar uiteindelijk wordt in het artikel vooral geformuleerd onder welke voorwaarden zij duurzaam beleggen. De omstandigheden kunnen worden opgedeeld in economische en institutionele voorwaarden. De financiële positie van het bedrijf in relatieve zin jegens de globale economie en de competitie waaraan ze onderhevig zijn beïnvloeden duurzaam beleggen in positieve zin. Institutioneel gezien zijn bedrijven geneigd meer sociaalverantwoordelijk te acteren, wanneer er sprake is van hoge mate van regelgeving, sociale druk en toezicht van niet-gouvernementele organisaties (NGO) en vakbonden.

Maar zelfs als de voorwaarden in economische en institutionele zin optimaal zijn, blijft er een gat tussen wat vastgoedbeleggers beweren en hoe ze acteren. Volgens Ionaşcu (2020) is er onder beleggers een groeiende aandacht voor duurzaam beleggen en ontwikkelen, maar bestaat er een gapend gat tussen de intenties en daadwerkelijke acties. Meeste beleggers tonen geen duidelijke strategie, beschikken niet over een cultuur of klimaat waarin duurzaam beleggen de norm is of hebben geen gereedschappen paraat om hier vorm aan te geven. Gebaseerd op de analyse van 39 jaar- en duurzaamheidsverslagen wordt er kwalitatief over duurzaamheid gepubliceerd en slechts mondjesmaat kwantitatief. De aandacht gaat daarbij uit naar duurzame steden en gemeenschappen (SDG11), klimaatactie (SDG 13) en betaalbare duurzame energie (SDG7).

In 2012 is het eerder aangehaalde schrijven van Eichholtz et al. gepubliceerd waarin de relatie tussen duurzaamheid en fondsrendementen voor 128 REIT's wordt onderzocht. In het inleidende hoofdstuk zetten de onderzoekers in retrospectief de belangrijkste lijnen uit sinds 1972. Zo is er in 2005 aangetoond dat een hogere ESG-score vertaald wordt naar een grotere loyaliteit van medewerkers, klanten en overheden. Daarbij hebben Turban en Greening in 1997 al aangetoond dat een hoge ESG-score bijdraagt aan een betere reputatie, wat tot een betere financiële performance kan leiden aldus Lev et al. in 2010. In een grondige analyse van de 167 studies over dit onderwerp over de periode 1972 tot en met 2007, vinden Margolis et al. (2007) een kleine maar positieve relatie tussen ESG en financiële prestatie.

Van Beurden en Goessling (2008) vinden in hun literatuuronderzoek een vergelijkbaar resultaat, volgens hen is er sterk empirisch bewijs voor een positieve correlatie tussen ESG- en financiële performance van een onderneming. Van de 23 onderzochte studies, hebben er twee als resultaat een negatieve relatie en stellen zes studies geen relatie vast, de overige 15 studies concluderen een positieve relatie. Ook Horváthová (2009) onderschrijft deze resultaten in haar paper, waarin ze de heterogeniteit beoordeeld van 37 studies naar de relaties tussen regelgeving als extrinsiek drijfveren en financiële prestatie van een organisatie. Wel plaatst zij enkele kanttekeningen bij de diverse studies: bij analyses over een grotere periode neemt het negatieve verband af en studies op portefeuilleniveau vertonen eerder een negatief verband tussen milieu- en financiële prestaties.

De beste studie is wellicht meer recent en op grotere schaal herhaald door Friede, Busch en Bassen in 2015. Zij analyseren in een meta-studie meer dan 2200 onderzoeken, over de periode 1970 tot en met 2015, de relatie tussen ESG beleggen en de financiële prestatie van een onderneming. Van de verschillende studies is 90% positief of neutraal, waarvan het grootste gedeelte positief is. De omvang van de analyse stelt hen ook in staat om te onderzoeken of ESG de meest invloedrijke factor is en zij concluderen dat deze nagenoeg gelijk verdeeld is. Governance is weliswaar is hoger, maar heeft ook een groter onzekerheid. Verder onderzoeken zij naar asset classes en regio, waarbij zij concluderen dat non-equity het significant beter doet. Onder non-equity wordt onder andere vastgoed verstaan, maar ook bonds, grondstoffen en andere zaken die een fysiek aandeel betreffen. Wat betreft regio's doet Noord-Amerika het goed, niet geheel toevallig is dit ook de regio waar de meeste onderzoeken zich op richten. Naast Noord-Amerika onderscheiden ze de emerging markets, markten in opkomst met een snel stijging van de economie en welvaart.

In het vervolg van dit onderzoek wordt meer specifiek gekeken naar deze relatie voor de vastgoedsector, zo wordt in het onderzoek van Brounen en Marcato (2020) naar ESG-score bij REIT's gezocht naar de relatie tussen ESG-score op basis van GRESB, TRESG en MSCI KLD en hun prestatie door de tijd. De best presterende fondsen in het bovenste kwartiel, bestaan zonder uitzondering uit tweemaal zoveel assets als de fondsen in het onderste kwartiel. Zij wijten dat aan schaafeffect: hoe groter het fonds, hoe beter de duurzame ambitie te realiseren is. Deze notie is van belang, doordat omvangrijke fondsen overall stabiel en beter presenteren dan kleinere fondsen. Vervolgens kijken Brounen en Marcato per indicator wat gedurende de periode van 2000 tot 2017, het effect is op het rendement. Social en Governance komen daarbij als positieve effecten naar voren, waarbij hoge scores voor Environmental blijvend voor een discount zorgen. Verder concluderen ze dat fondsen met gemiddelde hoge ESG- scores aanvankelijk worden gekenmerkt door een lager rendement, maar vervolgens na enkele jaren beter gaan presenteren. Dit zou te wijten kunnen zijn aan de hoeveelheid nieuwe informatie en kosten in de beginperiode, waarvan beleggers pas na enkele jaren de voordelen beginnen te onderschrijven.

In de volgende paragraaf wordt verder ingegaan op deze relatie tussen duurzaamheid en rendement, meer specifiek voor vastgoedfondsen en assets.

3.4.2 *Duurzaam beleggen op fonds- en objectniveau*

Bauer et al. (2005) stellen dat er sinds de jaren '60 meer aandacht is voor duurzaam beleggen. Logischerwijs zorgt de grote toename in dit soort (beursgenoteerde) beleggingsfondsen, op haar beurt voor toenemende interesse vanuit de academische wereld naar de effecten en rendementen van deze fondsen. Aan de hand van eerdere publicaties zetten Bauer et al. drie lijnen uit, onderbouwd met diverse artikelen en gebaseerd op Hamilton et al. Dit start met drie mogelijke effecten: (1) duurzaam beleggen heeft geen invloed de waarde, omdat het niet wordt gewaardeerd door beleggers in de prijs. (2) Een negatieve invloed, het gaat ten immers ten koste van het eigen vermogen en daarmee daalt de intrinsieke waarde, maar wordt niet meegenomen in de waardering. (3) Of heeft een positieve invloed vanwege de naam, waarbij verondersteld dat men de negatieve publicatie op reguliere fondsen onderschat. In het artikel van Bauer et al. worden de ethische fondsen niet vergeleken ten opzichte van de benchmark, maar met andere vergelijkbare, meer conventionele, fondsen. De conclusies zijn niet positief: conventionele en duurzame fondsen presteren nagenoeg op hetzelfde niveau. Hoewel duurzaamheid niet meetbaar rendement kost, wordt er ook geen significante voorsprong waargenomen jegens conventionele fondsen. Een verwachte tweede conclusie is het verschil in stijl tussen conventionele en duurzame fondsen. Waar conventionele fondsen meer gekenmerkt worden door inkomsten (Income objective), worden duurzame fondsen vooral gedreven door groei (Growth objective).

Enkele jaren later wordt in 2012 het onderzoek van Cajias et al. gepubliceerd. Daarin wordt gestart met een citaat van Milton Friedman vrij vertaald als, de verantwoordelijkheid van bedrijven is het verhogen van de winsten. Een uitspraak die krap twee decennia later al is achterhaald, wanneer er een wildgroei aan termen is ontstaan om duurzaam beleggen te duiden. Notabene, de focus van de academici en bedrijven loopt voor op het eerdergenoemde Brundtland-rapport en daarmee voor op de regulatie van duurzaamheid vanuit institutioneel perspectief. Met name bij de beursgenoteerde beleggingsfondsen, waar branding en reputatie een belangrijke

motivator is, speelt dit in een vroeg stadium. Voor vastgoedfondsen, waar de relatieve afstand tot de consument groter is, speelt dit in mindere mate. Grote klinkende namen, waarvan men de producten in de supermarkt weet te vinden zijn veel sterker onderhevig aan de publieke opinie, dan de meer anonieme beleggers achter vastgoed. Als conclusie vinden Cajias et al. dat er welzeker een relatie is tussen ESG-rating en rendement, waarbij een negatieve ESG-rating (Concerend) een grotere negatieve invloed heeft dan de positieve ESG-rating op het rendement. Daarbij concluderen zij dat deze relatie aanwezig is bij beleggingsfondsen in het algemeen en meer specifiek ook bij vastgoedbeleggingsfondsen.

In het onderzoek door Kok en Jennen (2010) wordt dit effect ook waargenomen op objectniveau, waarin ze de Nederlandse kantorenmarkt analyseren op de waarde van energiezuinigheid in relatie tot bereikbaarheid. In dit onderzoek tonen zij aan dat kantoren met een D-label of lager ook significant lagere huren kennen van circa 6,5%. Dit onderzoek bevestigt naar eigen schrijven de intuïtie dat duurzaamheid loont, maar gaat uit van de smalle definitie van duurzaamheid die onder het energielabel valt. Kort wordt er ingegaan op nieuwe financieringsmogelijkheden, maar verder blijven de kosten voor verduurzamen en de motivatie van beleggers buiten de scope van het onderzoek. In datzelfde jaar publiceren Eichholtz, Kok en Quigley een artikel waar eveneens onderzoek gedaan naar de relatie tussen duurzaamheid en waarde. Ditmaal voor de Amerikaanse commerciële vastgoedmarkt. In dit onderzoek zijn ongeveer 10.000 objecten betrokken, waarbij kantoren met een Energy Star Label of LEED-certificaat worden vergeleken met nabijgelegen kantoren die lager scoren. Zij constateren een hogere markthuur, van circa 3% en bij de werkelijke huren een premium van 7%, voor duurzame kantoren ten opzichte van nabijgelegen minder duurzame kantoren. Een nog groter premium wordt gemeten in de uiteindelijke verkoopwaarde, deze ligt 16% hoger. De waardering heeft een hogere significantie in kleinere markten en regio's en in gebieden gelegen in de periferie van de grotere steden. De paper van Reichardt uit 2014 probeert deze premium te verklaren door te onderzoeken of de operationele kosten lager liggen bij duurzame kantoren, dit zou immers de reden kunnen zijn dat huurders bereid zijn meer te betalen. Hij concludeert dat de lagere operationele kosten een deel van de premium verklaren, maar niet het geheel. Waardoor er nog meer verklarende factoren moeten spelen. Ongeveer 50% van de premium bij de onderzochte LEED gecertificeerde gebouwen laat zich verklaren door lagere operationele kosten, waarschijnlijk door lagere energieverbruik, maar dat kan niet aangetoond worden. Opvallende constatering is, dat bij de EnergyStar gecertificeerde objecten die onderzocht zijn, de operationele kosten nauwelijks lager zijn.

In de scriptie van Cox uit 2017 wordt er verder onderzoek gedaan naar de relatie tussen het energielabel en een hogere huur en marktaandeel, wederom op basis van het energielabel. De surplus van duurzaamheid wordt hierin nog groter verondersteld, echter worden er terecht kanttekeningen geplaatst bij de beperkte beschikbaarheid en omvang van informatie en de waardering die taxateurs toekennen aan duurzaamheid. Later heeft Heineke (2018) een min of meer vergelijkbaar onderzoek uitgevoerd en hij onderschrijft de conclusie dat er een verband is tussen het energielabel en de hoogte van de reële huurprijs (transacties) én dat deze relatie sterker is in de Randstad dan daarbuiten. Van de 932 waarnemingen zijn er respectievelijk 283 gelegen in Noord-Holland, 201 in Zuid-Holland en 163 in Utrecht, wat gezamenlijk voor 69% van de dataset representeert. Interessante toevoeging is de bespiegeling aan de vereiste investeringskosten, zijn onderzoek toont aan dat het een rendabele investering blijkt. Kritische kanttekening worden wel geplaatst bij de omvang van de investeringskosten. Het Economisch Instituut voor de Bouw (EIB) raamt de cumulatieve investering om het klimaatakkoord van Parijs te behalen op circa 38 miljard tot 2050 voor de bestaande voorraad van kantoren in het slechtste scenario (Arnoldussen, 2020). Dat deze ramingen sterk kunnen verschillen van de werkelijkheid wordt onderschreven met een eerdere raming van ING Bank, zij ramen de kosten anderhalf keer hoger op 45 miljard (Geijer, 2014). Het onderzoek van Heineke baseert zich op verhuurtransacties, waardoor leegstand vastgoed en de vereiste investeringen in die objecten per definitie buiten beschouwingen blijven. Vrij recent hebben Eichholtz, Holtermans en Kok een vervolg gegeven aan eerder onderzoek met een grotere database van 26.000 objecten waarbij de focus ligt op het energieverbruik van het object. Zo signaleren zij een daling in het verbruik van 42% over de periode 2009 tot 2018, die ook deels te danken is aan de economische neergang in deze periode. Interessant is wel dat ze ook in de studie een 8% vermindering vinden in het energieverbruik in de periode van

vier jaar na certificering, waarna het effect afneemt verder in de tijd. Daarnaast lukt het hen om het effect per ingreep inzichtelijk te maken. In de conclusie van het onderzoek van Eichholtz, Holtermans en Kok wordt de vertaalslag gemaakt naar financieringsvoorwaarde: bij hogere LEED-certificaten, wordt een lagere risicopremie gehanteerd in financiering. Dit geeft een belegger, die gebruikt maakt van financiering, een incentive om hogere certificering na te streven. In het onderzoek blijven de vereiste investeringskosten wel buiten beschouwing, deze worden niet in relatie gebracht tot de besparingen c.q. hogere huren of waardering. Recent heeft Leskinen(2020) een overzicht geboden van de diverse verschillende artikelen gepubliceerd in de afgelopen 10 jaar met als onderwerp het rendementseffect van de certificaten. Zij concludeert dat certificaten leiden tot hogere huurinkomsten en een beter imago en het dalen van de operationele kosten, leegstand en het objectrisico. Deze effecten resulteren in een hogere waarde en zouden beleggers moeten motiveren om duurzaam beleggen tot hun corebusiness te maken. Een tweede artikel welke een goed overzicht geeft is van Devine en Kok (2015). Zij stellen dat duurzaamheid een positieve invloed heeft op huurprijs en bezettingsgraad, maar ook de meer subjectieve variabelen als: kans op huurverlenging en huurderstevredenheid worden positief beïnvloed. Een effect dat volgens Fuerst et al. (2016) in het core-segment van de markt. Gebouwen die zowel over een LEED als een EnergyStar certificaat beschikken, worden structureel hoger gewaardeerd dan gebouwen die slechts beschikken over één van beiden.

Tot slot en daarmee eveneens de overstap naar de volgende paragraaf, zijn de energiekosten van LEED gecertificeerde objecten in de USA en Canada gemiddeld lager, circa 28% bij Existing Buildings en 14% bij LEED Core&Shell objecten. Met het dalen van de energiekosten, liggen de totale operationeel kosten voor duurzaam vastgoed gemiddeld lager, dan conventionele objecten beschouwd voor LEED gecertificeerde objecten. Bij EnergyStar wordt juist een tegenovergesteld effect gemeten aldus Fuerst et al. (2016).

3.4.3 De kosten van duurzaamheid bij ontwikkeling en exploitatie

In het eerder aangehaalde onderzoek van Reichardt uit 2014 is aangetoond dat de operationele kosten lager zijn voor duurzame objecten, de initiële kosten worden echter verondersteld hoger te zijn. Waar veel onderzoeken zich focussen op de meerwaarde van certificering, hebben Chegut, Eichholtz en Kok in 2018 eveneens een artikel geschreven dat zich richt op de prijs van innovatie. Het artikel start met de constatering dat het aandeel ontwikkelingen van groene projecten achterblijft in verhouding met conventioneel bouwen. Daarom richten zij zich op het analyseren van de marginale kosten en opbrengsten van BREAAM gecertificeerde gebouwen, uitgaande van een hogere transactieprijs van duurzaam vastgoed van 13,3% tot 36,5%.

De gemeten meerwaarde bij transacties kan het gevolg zijn van de verwachte kostenbesparing in het gebruik, een kwestie van risicoperceptie of er is sprake van hogere bouwkosten, wat zich vertaalt in een hogere vereiste eindwaarde. In dat geval is er sprake van een marktfout of marktdrempel, aangezien de opbrengsten hoger liggen dan de kosten. Volgens Chegut, Eichholtz en Kok (2018) is de perceptie van ontwikkelaars en beleggers dat duurzaam ontwikkeld vastgoed gekenmerkt worden door hogere ontwikkelkosten, zeker als het om bestaand vastgoed gaat. En deze aanname is ook terecht, de totale ontwikkelkosten liggen 6,5% hoger dan conventioneel ontwikkeld vastgoed. En de tijd om een duurzaam gebouw te ontwikkelen is 11% langer dan bij conventioneel ontwikkelen, hetgeen drukt op het eigen vermogen van de ontwikkelaar en de achterliggende financiering. De lengte van het project verhoogt de kosten en vergroot het risico op het rendement op eigen vermogen. Hierdoor treden er twee economische principes in, vraag en aanbod komen niet bij elkaar. De markt faalt en de markt voor duurzame objecten wordt lastiger te betreden totdat duurzaamheid gangbaar wordt.

Zoals bovenstaand beschreven faalt de markt, de ontwikkelaar betaalt vroeg in het project, gekenmerkt door een hogere mate van onzekerheid, de ontwerpkosten uit eigen vermogen. Dit terwijl de ontwikkelaar wordt gekenmerkt door een laag eigen vermogen in vergelijking tot de projecten die ze ontwikkelen (Geltner, 2017). Van de twee andere uitschieters in de kosten, duurzame inrichting en afwerkingen, is het onduidelijk of deze wel gewaardeerd worden door de gebruikers. De afwezigheid van gegarandeerde waardering op duurzame afwerkingen vergroot het risico voor de ontwikkelaar, waardoor ze een conventionele keuze maken. Bij installatie

voor verwarmen, koelen en ventileren is dit niet aan de orde, gebruikers weten deze systemen vermoedelijk beter op waarde te schatten aangezien ze een lager energieverbruik en meer comfort in het vooruitzicht stellen.

Door de langere ontwikkelperiode ontstaat er een marktdrempel, dat is nadeel ten opzichte van conventionele objecten. Ontwikkelaars moeten langer wachten op het rendement, waardoor ze meer risico lopen in duurzame ontwikkelprojecten. Lange termijn opbrengsten van duurzaam ontwikkelen wegen op tegen de hogere kosten, echter de korte termijn prikkels in het proces voorkomen het definitief afscheid van conventioneel ontwikkelen, hoewel economisch gezien volkomen irrationeel.

In de exploitatiefase van een object ontstaat opnieuw een uitdaging voor beleggers, het eerder aangehaalde split incentive, waarbij de huurder de voordelen geniet van investeringen vanuit de verhuurder zonder hiervoor een vergoeding te betalen. Een split incentive ontstaat, wanneer er een kloof bestaat tussen de baten en de lasten. De verhuurder investeert in verduurzaming van het object en de huurder heeft hier het voordeel van, door lagere huisvestingskosten vanwege een daling in de energiekosten.

3.5 Deelconclusie vraag 2

Uit bovenstaande artikelen mag geconcludeerd worden, over de relatie tussen duurzaamheid en rendement, dat duurzaam beleggen floreert onder bepaalde omstandigheden in economisch en institutionele zin. De objecten renderen beter o.a. door hogere huren en lagere kosten, minder leegstand en worden gekenmerkt door een lager risico. Duurzaam ontwikkelen wordt echter belemmerd door marktfalen en -drempels, maar de voorlopers in duurzaam ontwikkelen worden beloond.

3.6 Drijfveren duurzaam beleggen in de praktijk

Deze paragraaf is een theoretische beschrijving van extrinsieke en intrinsieke drijfveren die spelen bij het duurzaam beleggen. Het recente artikel van Leskinen et al. (2020) geeft behalve een systematisch overzicht van de belangrijkste publicaties ook inzicht in de drijvers achter verduurzaming, deze worden opgedeeld in extern, organisatie- en objectniveau. In ditzelfde jaar is getracht om de beslissende factoren achter duurzaam beleggen te identificeren door Klaij in 2020, zij weet deze te groeperen in rendementsgedreven, psychologische denkfouten, sociale en persoonlijke factoren en vanuit overheidswege. Interessant aan haar schrijven is voornamelijk het onderscheid in externe en interne factoren. Drijfveren die een externe bron hebben, zoals subsidie, regelgeving, voorwaarden van de bank en interne drijfveren zoals rendementseis en duurzame doelstelling in de organisatie. Met extern wordt bedoeld wanneer het buiten de invloedssfeer van een organisatie ligt, waarbij met intern binnen de invloedssfeer ligt of anders gezegd een keuze is. Belemmeringen zijn eveneens te onderscheiden naar hun aard van herkomst. Extern zoals het ontbreken van marktvraag naar duurzaam vastgoed of intern het gebrek om als organisatie zuiver rationele keuzen te kunnen maken. In de onderstaande paragraaf worden deze vier krachtvelden verkend en tot slot samengevat in een schematische weergave.

3.6.1 Extrinsieke motivatie

Externe drijfvers achter verduurzaming zijn het reduceren van kosten en risico en het voorlopen in adaptie van de regelgeving vanuit risicomijdend gedrag, volgens de rapportage van Principles for Responsible Investment (PRI) uit 2020. Daarnaast kan de veranderende marktvraag onderscheiden worden, die doorwerkt op portefeuille-, fonds- en objectniveau.

Binnen de organisatie kunnen de volgende drijvers worden beschouwd; verlagen van de operationele kosten door energiebesparing, een betere kennis van het object, morele/maatschappelijke verplichting, beleid en branding van de organisatie. Daarnaast noemen Chegut en Kok (2011) nog de volgende risico's die beleggers motiveren; toenemende regelgeving en stijgende kosten van energiedragers en toenemende belasting op het afvoeren van rest- en afvalproducten. Op het snijvlak van extrinsiek en intrinsieke motivatie bevindt zich compliance, het integer handelen van een organisatie en haar medewerkers conform de maatschappelijke en juridisch aanvaarde normen aldus Van Gool (2005).

Op objectniveau spelen klantvraag naar energiezuinigere en gezondere gebouwen, lagere operationele kosten, lokale wet- en regelgeving, hogere objectwaarde en branding van het object een rol. Deze drijvers zijn deels ontleend aan SmartMarket Report van World Green Building Trends uit 2018. De studie omvat 2078 respondenten met een wereldwijde spreiding om voor 19 landen tot statistisch significantie te komen en wordt sinds 2012 ieder drie jaar herhaald.

In het werk van Cajias et al. (2012) wordt de motivatie van ESG beleggen gesplitst in twee drijfveren met een indirect voordeel, die gezamenlijk een direct voordeel tot gevolg hebben. Enerzijds risicomitigatie en anderzijds merkverbetering of branding, van beiden is de invloed op de financiële prestatie lastig meetbaar. De kosten die gemaakt worden zijn direct voor implementatie van het beleid en het monitoren daarvan, maar ook indirect doordat er wellicht ook aan winstgevendende projecten voorbij wordt gegaan die niet in het beleid passen. Als voordelen onderscheiden zij: een betere relatie met werknemers, klanten en leveranciers, een verbetering in merk en reputatie, vergrootte aantrekkelijkheid voor investeerders en een sterker management.

3.6.2 Intrinsieke motivatie

In het eerder aangehaalde artikel van Cajias et al. worden beleggers beoordelen op de relatie tussen de ESG-rating en het resultaat van het betreffende fonds, zij vinden daar in hun onderzoek een positieve relatie. Hogere ESG-rating resulteert in een hogere marktwaarde, waarbij negatieve rating een grotere negatieve impact hebben dan positieve rating aan voordeel opleveren. In de studie onderscheiden zij drie motivaties ontleend aan Bansal en Roth (2002). Caring, als eerste, waarbij ESG de belangrijkste motivator is voor de organisatie zoals bijvoorbeeld; een overheidsinstelling of onderneming zonder winstoogmerk. Zorgen voor de aarde als doelstelling van je organisatie, wordt intrinsiek gemotiveerd vanuit identiteit, traditie en persoonlijk commitment volgens Leskinen et al. (2020). Voor hen is huisvesting in een duurzaam kantoor mogelijk van groter belang dan de hoogte van de huurprijs, omdat het een toonbeeld is van hun engagement. Competitive, als tweede, waarbij ESG wordt gezien als voordeel ten opzichte van concurrenten. Dit kan evenzo het toonbeeld van engagement zijn, met als onderliggende reden het aantrekken van menselijk kapitaal. Door zich te profileren als duurzame organisatie voor nieuwe werknemers, vergroot ze haar kans om de beste mensen aan te trekken. En als derde Concerned, wanneer ESG wordt gezien als risicobeperking en beleggers slechts regelgeving volgen. In deze organisatie is duurzaamheid van geen enkel strategisch belang en wordt het gezien als een van de uitdagingen waar de organisatie mee heeft te kampen.

In het artikel van Bansal en Roth wordt een theoretisch kader geschetst op basis waarvan ze deze motivaties onderscheiden. De vier drijvers zijn wetgeving, druk van belanghebbenden, economische gelegenheid en ethische motieven. De druk van wetgeving is onmiskenbaar en is voorafgaand aan de publicatie door diverse andere academici aangetoond en in bovenstaande alinea geïdentificeerd als externe motivator. Wetgeving kan enerzijds dwingend zijn in de vorm van regels, controles en boetes, maar ook in andere meer positieve zin worden gestimuleerd door subsidies en belastingvoordelen. De druk van belanghebbenden kan van alle kanten komen; klanten, milieubewegingen en aandeelhouders. Opvallend genoeg concluderen Lawrence en Morell in 1995 dat aandeelhouders maar beperkt invloed hebben op ecologische responsiviteit van een organisatie. In het geval van een economische gelegenheid als drijver achter de verduurzaming, lijkt het een bijproduct te zijn; door efficiënter te produceren ontstaat minder restafval en dalen de productiekosten, met als voordeel minder belasting voor het milieu. De laatste drijver, ethische motieven, spreekt min of meer voor zich. Bedrijven achten het tot hun verantwoordelijk om responsief te zijn voor hun omgeving.

3.6.3 Extrinsieke belemmeringen

World Green Building onderscheidt de volgende barrières om duurzaamheid verder te brengen in vastgoed; hogere initiële kosten, ontbreken van politieke ondersteuning, betaalbaarheid, ontbreken van public awareness, ontbreken van marktvrage, te weinig kundige adviseurs en tot slot de onmogelijkheid om tot een business case te komen door split van Capital en Operational expenditures. ING beschrijft de aanwezige split incentive als een belangrijke belemmering in het verduurzamen van vastgoed (ING, 2014). Falkenbach et al. (2010) onderschrijven de (verwachte) initiële kosten, ontbreken van bewijs voor positieve invloed rendement en de split incentive. Zij

weten daar in hun publicatie nog enkele redenen aan toe te voegen: o.a. het ontbreken van een universele standaard voor het meten van duurzaamheden op asset- en portefeuilleniveau. Daarnaast suggereert Keeping in 2000 dat marktvaart achterblijft doordat men onvoldoende bekend is met de voordelen. Dit zijn allen drijfveren achter keuzes van beleggers om verduurzaming van het vastgoed uit te stellen. Vanuit behavioral finance bezien speelt er op de achtergrond van de organisatie nog meer, daarover gaat de volgende paragraaf.

3.6.4 *Intrinsieke belemmeringen*

Beleggers maken voortdurend slechte keuzes, doordat ze niet rationeel handelen zoals in de theorie van nutsmaximalisatie wordt verondersteld: de individu kiest rationeel voor uitkomst met grootste opbrengst. Zo overwegen ze niet alle alternatieven om tot een beste oplossing te komen, maar kiezen voor het eerste voldoening gevende alternatief en houden vervolgens ook te lang vast aan bestaande ideeën (Debels, 2006). Zo ontstaat een groene kopgroep van pioniers, gevolgd door een groot peloton van beleggers aldus de publicatie van ING (2014). Debels baseert zich in zijn boek grotendeels op het werk van Kahneman en Tversky, die met de Prospecttheorie de besluitvorming onderzoeken. Kahneman heeft naar aanleiding van zijn jarenlange studie een boek geschreven, waarin hij de prospecttheorie beschrijft (Kahneman, 2011). Dit wordt door Debels toegepast op de beleggers, of zoals hij hen classificeert de 'behavioral belegger welke geen rationele keuze kan maken'. Ook Kahneman en Riepe hebben de theorie op beleggers toegepast in een artikel uit 1998. Vanuit de prospecttheorie bezien is het risico-aversie te verklaren en toe te passen op de keuzes van beleggers, voor bijvoorbeeld kortetermijnwinst door bekende investeringen, in plaats van duurzame beleggingen die wellicht onbekender zijn bij de belegger. Eerder is door Klaij al geopperd dat het wellicht deze denkfouten, zijn die doorslaggevend zijn om al dan niet te verduurzamen (2019).

In basis zijn fouten bij beslissen en daarmee bij beleggers onder te verdelen in vooringenomenheid(bias) of op basis van een heuristiek(vuistregel). Het referentiepunt of adaptieniveau is de status-quo van een belegging of de verwachte uitkomst van een transactie, daarboven zijn het winsten en daaronder spreekt met van verliezen (Debels, 2006). Daarbij is eveneens sprake van een subjectief verschil in waarde en de beperkte rationaliteit van beleggers die ook nog eens vasthoudend zijn in hun overtuigingen. En als laatste principe de universele afkeer van verliezen, die zich asymmetrisch verhoudt jegens winsten. Op basis van deze biases worden volgens Debels veel van de voorkomende fouten door beleggers gemaakt. Beleggers worden gekenmerkt door een sterke illusie van controle in combinatie met irrealistische verwachting en een selectief geheugen, waardoor ze competentie verwarren met geluk. Hierdoor handelen beleggers overmatig in aandelen, vindt er een overreactie op nieuwe informatie plaats en zijn beleggers sterk beïnvloed door mode en sentiment. Al met al komen de beleggers in aandelen er niet gunstig af in het werk van Debels. Prast (2013) geeft in haar werk Gedragseconomie: de rol van psychologie op financiële markten, een schematisch overzicht van de fouten die beleggers in aandelen op basis van deze biases maken. Onderstaand is een bewerking van dit overzicht te vinden, waarbij het werk van Prast is aangevuld met de biases van Debels voor duurzame beleggingen in vastgoed. Vanwege overlap zijn sommige begrippen samengevoegd in de linker kolom.

Psychologisch begrip	Omschrijving	Effect op beleggers	Effect op duurzaam beleid
Beperkte rationaliteit	Individueel neemt geen rationele keuze op basis van mogelijke oplossingen maar kiest het eerste voldoende gevende alternatief	Beleggers in aandelen maken geen rationele keuze, maar nemen genoegen met een suboptimaal rendement	In een markt waarbij de regelgeving een C-label voorschrijft per 2023, is het behalen van het label goed genoeg
Vasthoudende overtuiging of conservatisme	Alleen informatie die aansluit bij eigen overtuiging wordt geaccepteerd en overtuigende bewijzen die een ander standpunt onderbouwen worden genegeerd	Nieuws en ontwikkeling die en bepaalde koersdaling beïnvloeden worden genegeerd, tenzij deze in reeds bestaande verwachting past van de belegger	Overtuigende bewijslast van 30 jaar academisch onderzoek naar de voordelen van duurzaam beleggen heeft nog niet geleid tot een omslag waarbij duurzaam beleggen de norm is
Cognitieve dissonantie	Vooringenomen informatiefiltering	Hypes en paniek, kuddegedrag	Huidige standpunt in duurzaamheid bepaald acceptatie bewijslast
Adaptieniveau of referentiepunt	De referentie op basis waarvan de toekomstige besluiten worden genomen en verlies of winsten worden berekend	Aankoopprijs is bepalend voor beslissingen in de toekomst, waardoor een subjectief verschil van waarde optreedt	De aankoopprijs van een object, op basis waarvan investerings- of dispositiebeslissingen worden genomen zonder de veranderende markt in ogenschouw te nemen
Subjectief verschil in waarde	De waardefunctie die uitdrukking geeft aan beschouwing van verlies en winst ten opzichte van het referentiepunt	In het domein van verliezen is de belegger risicozoekend, in het domein van winnen is een belegger meer geneigd tot het maken van een risicomijdende keuze	In vastgoed betekent dit dat men sneller genoeg zal nemen met een kleine winst met laag risico, terwijl bij verlies meer risico wordt geaccepteerd in de hoop op een positieve uitkomst.
Verlies- of spijtaversie	Verliezen worden bijna tweemaal zo zwaar gewogen dan winsten door een asymmetrie in de waardefunctie	Te lang vasthouden aan verliezende aandelen, in de hoop dat de koers omkeert en uit zal komen op winst	Minder succesvolle verduurzamingstrajecten remmen transitie. Verkopen tegen een lagere waarde blijft lang in het geheugen de besluitvorming beïnvloeden
Mentaal boekhouden	Aparte boekhouding voor verschillende uitgaven, meten met twee maten	Financiële beslissingen worden onvoldoende geïntegreerd	Duurzame investeringen worden sec beoordeeld op terugverdientijd en niet relatie gebracht tot b.v. financieringsvoordeel

Figuur 4 Overzicht van veel voorkomende biases volgens Debels (2006) en Prast (2013)

3.7 Deelconclusie vraag 3

In onderstaande schema is getracht de drijfveren te verdelen in vier velden uitgesplitst naar extrinsiek versus intrinsiek en te onderscheiden in motivaties en belemmeringen. Om bovenstaande theorie samen te vatten in één overzicht. Hiermee wordt antwoord te geven op de derde deelvraag, welke mogelijke drijfveren voor verduurzaming van vastgoedportefeuilles er in de literatuur worden beschreven.

Extrinsieke motivatie	Intrinsieke motivatie
<ul style="list-style-type: none"> • Klant- of marktvraag om gezonde, duurzame gebouw. • Dwingende wet- en regelgeving vanuit overheid • Aanvullende eisen vanuit financier • Beschikbaarheid van subsidies • Voorlopen op verwachte markttransformatie • Hogere huren, hogere waarde • Branding van het object • ... 	<ul style="list-style-type: none"> • Morele verplichting • Traditie en identiteit • Compliance • Beleid van de organisatie, interne doelstelling • Engagement als competitief voordeel • Lagere operationele kosten in de exploitatiefase • ...
Extrinsieke belemmering	Intrinsieke belemmering
<ul style="list-style-type: none"> • Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed • Onvoldoende overheidssteun beschikbaar • Ontbreken van public awareness • Ontbreken van voldoende marktvraag • Geen universele standaard aanwezig • Te weinig kundige adviseurs • ... 	<ul style="list-style-type: none"> • Beperkte rationaliteit - Het resulteert niet in een hoger rendement • Vasthoudende overtuiging of conservatisme - De bestaande praktijk in de vastgoedwereld is • Cognitieve dissonantie - Huidige standpunt in duurzaamheid bepaald acceptatie bewijslast • Adaptieniveau of referentiepunt - steeds wordt de vergelijking gemaakt met een conventionele investering • Subjectief verschil in waarde - Duurzaamheid kan slechts een kleine winst brengen • Verlies- of spijtaversie – Dat er gaat een hoger risico mee gepaard • Mentaal boekhouden - Duurzame investeringen worden sec beoordeeld op terugverdientijd • ...

Figuur 5 Een overzicht drijfveren (eigen werk)

4 Model

4.1 Inleiding

In dit intermezzo wordt schematisch overzicht van drijfveren uit het voorgaande hoofdstuk, gekoppeld aan de eerdere resultaten van het categoriseren van de beleggers op basis van: markt, soort, strategie en houding ten opzichte van duurzaam beleggen.

Het resultaat is een model met de belangrijkste drijfveren per type beleggers, welke vervolgens in de praktijk getoetst zal worden en in een later hoofdstuk aangepast kan worden op basis van de toetsingsresultaten.

4.2 Overzicht relevantie drijfveren per belegger

In het voorgaande hoofdstuk is een overzicht gegeven van de soorten beleggers die worden beschreven in de literatuur. Doel van onderstaande overzicht is inzicht geven in de soorten beleggers en in welke mate de bovenstaande extrinsiek en intrinsieke motivaties en belemmeringen van toepassing zijn in hun houding jegens duurzaamheid. Zodat deze in het volgende hoofdstuk daadwerkelijk getest kan worden met expertinterviews. Dit wordt gevolgd door een korte weergave van de verwachte houding van de betreffende type belegger institutioneel en privaat onderverdeeld naar direct en indirect.

Om wille van het overzicht zijn de volgende beperkingen aangebracht: alleen het onderscheid tussen institutioneel versus privaat en direct versus indirect is gehanteerd, doordat het ondoenlijk bleek de fijnmazige verdeling uit eerdere hoofdstukken te handhaven. In het overzicht staan motivaties en belemmering vanuit de theorie in de twee kolom, donkergroen voor grote invloed en lichtgroen voor weinig invloed op motivatie achter duurzaamheid. Donkerrood en lichtrood staan voor respectievelijk een grote belemmering of een kleine belemmering. Per onderdeel is vervolgens beschreven wat de veronderstelde overweging achter de betreffende drijfveer is.

4.2.1 Verwachte extrinsieke motivatie en belemmeringen

In het onderstaande model is voor de extrinsieke zijde een overzicht gegeven van de theoretische verwachte relatie tussen de drijfveer en de duurzaamheid.

		Institutioneel		Privaat	
		Direct	Indirect	Direct	Indirect
Extrinsieke motivatie	Klant- of marktvraag om gezondere duurzame gebouw	Ontbreken van marktvraag naar duurzame objecten voor alle soorten belegger gelijk.			
	Dwingende wet- en regelgeving vanuit overheid	Beleggers worden gekenmerkt door grotere druk van regelgeving, maar op objectniveau alle regelgeving gelijk		Voornamelijk de kleinere beleggers vallen buiten toezicht van regelgeving, maar op objectniveau is alle regelgeving gelijk	
	Aanvullende eisen vanuit financier	Nauwelijks afhankelijk van financiering		In grotere mate afhankelijk van financiering	Minder afhankelijk van financiering
	Beschikbaarheid van subsidies	Beschikbaarheid subsidie, bekend en ervaring in aanvraagtrajecten		Beschikbaarheid subsidie, minder bekend, aanvraagtraject wordt als complex ervaren	
	Voorlopen op verwachte markttransformatie	Voortrekkersrol en drijvende kracht achter de verwachte markttransformatie naar duurzame objecten		Meer ruimte voor freeriders in de private sector, langere adaptieperiode voor duurzaam beleggen.	
	Hogere huren, hogere waarde	Markthuur- en waardeontwikkeling als belangrijke drijfveer, voor alle soorten beleggers gelijk			
	Branding van het object	Eindresultaat en kansen tot verhuur voor alle soorten beleggers gelijk			
Extrinsieke belemmeringen	Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed	Langere termijnvisie, geeft de gelegenheid tot een langere periode om de hogere aanvangsinvestering terug te verdienen.		De gemiddeld kortere termijnvisie, geeft de gelegenheid tot een kortere periode om de hogere aanvangsinvestering terug te verdienen.	
	Onvoldoende overheidssteun beschikbaar	Overheidssteun en beschikbaarheid van subsidie voor alle soorten beleggers gelijk			
	Ontbreken van public awareness	Ontbreken van publiek besef van het belang van duurzaam voornamelijk remmend voor maatschappelijke organisaties		Ontbreken van publiek besef voor private beleggers minder van belang, geen maatschappelijke verplichting	
	Ontbreken van voldoende marktvraag	Ontbreken van marktvraag naar duurzame objecten voor alle soort beleggers en vehikels van keuze gelijk.			
	Geen universele standaard aanwezig	Methodiek op objectniveau eenduidig	Methodiek fonds- of portefeuille niveau minder helder	Methodiek op objectniveau eenduidig	Methodiek fonds- of portefeuille niveau minder helder
	Te weinig kundige adviseurs	Meer in-company ervaring en langere samenwerking met innovatieve aannemers		Veelal kleinere organisatie, met meer samenwerkingsverbanden c.q. extern advies meer invloedrijk	

Figuur 6 Conceptueel model van extrinsieke drijfverven (eigen werk)

4.2.2 Verwachte intrinsieke motivatie en belemmeringen

In het onderstaande model is voor de intrinsieke zijde een overzicht gegeven van de verwachte relatie tussen de drijfveer en de duurzaamheid.

		Institutioneel		Privaat	
		Direct	Indirect	Direct	Indirect
Intrinsieke motivatie	Morele verplichting	Groot belang, naam wordt verbonden aan object	Moet binnen strategie passen, aandeel minder zichtbaar	Ondergeschikt, maar vermijden van negatieve publiciteit.	
	Traditie en identiteit			Belangrijk en zeker bij Family offices, maar geen motivatie achter duurzaamheid	
	Compliance	Compliance nadrukkelijk aanwezig binnen de organisatie		Compliance minder nadrukkelijk aanwezig binnen de organisatie	
	Beleid van de organisatie	Institutioneel wordt door herkomst vermogen, veelal sterker gekenmerkt door sterke organisatie/beleid		Organisaties veelal gekenmerkt door minder beleidsmatig onderbouwde keuzen, meer focus op dagelijkse gang van zaken	
	Engagement als competitief voordeel	Zichtbaar betrokken als organisatie	Invloed beperkter, minder direct zichtbaar in praktijk	Duurzaamheid geen middel voor profileren t.o.v. anderen	
	Lager operationele kosten	Ondergeschikt aan kwaliteit huurder en object	Aandeel is buiten blikveld, minder betrokken	Direct van invloed op de verhuurbaarheid van het object en daarmee rendement.	Sturen op rendement, niet op detailniveau van operationele kosten.
Intrinsieke belemmeringen	Beperkte rationaliteit	Ondersteuning researchafdeling, meer onderbouwde keuze in aan-/verkoop		Geremd door ervaring en knowhow	Minder betrokken, rationeler door grotere afstand tot product.
	Vasthoudende overtuiging	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (traag)	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (snel)	Beleid minder stringent of afwezig, object aanhouden	
	Cognitieve dissonantie	Liquiditeit van direct vastgoed kans voor weloverwogen keuze	Indirect belang meer liquide, meer risico op kuddegedrag	Liquiditeit van direct vastgoed kans voor weloverwogen keuze	Indirect belang meer liquide, meer risico op kuddegedrag
	Adaptieniveau of referentiepunt	Minder risicovolle beleggingen, overwogen lange termijn keuze	Meer risicovolle belegging, overwogen en meer lange termijn keuze	Meer risico door kans georiënteerd deals, vasthouden aan strategie	Minder risicozoekend, vasthouden aan strategie
	Subjectief verschil in waarde	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (traag)	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (snel)	Beleid minder stringent of afwezig, object aanhouden	
	Verliesaversie	Alle partijen gevoelig voor verlies, verlies van vermogen klanten wellicht minder pijnlijk, ondanks gevolgen voor remuneratie		Alle partijen gevoelig voor verlies, maar verlies van eigen vermogen pijnlijker	
	Mentaal boekhouden	Regelmatige hold-sell analyse eigen portefeuille, check of het past binnen huidige strategie.		Veelal minder strategisch georiënteerd, gestructureerde analyse eigen portefeuille	

Figuur 7 Conceptueel model van intrinsiek drijfveren (eigen werk)

Met bovenstaande model kan de overstap naar het praktijkgedeelte van dit onderzoek worden gezet. In het navolgende hoofdstuk worden de conclusies van deelvragen 1 tot en met 3 voorgelegd aan beleggers middels een enquête en expertinterviews.

5 Praktijk

5.1 Inleiding

In het praktijkgedeelte wordt de besproken theorie uit het eerdere hoofdstuk getoetst. Hoe denken de beleggers over de verhouding tussen rendement en duurzaamheid en door welke drijfveren worden ze gekenmerkt? Onderstaand volgt een uiteenzetting van de aanpak van deze toetsing en de gebruikte techniek van enquête en expertinterview. Dit wordt gevolgd door de beschrijvende resultaten en een beschouwing van de significantie. In het volgende hoofdstuk volgt een interpretatie van de resultaten, een conclusie en advies.

5.2 Enquête

5.2.1 Inleiding

Een interview of enquête is volgens Baarda en De Goede (2013) de beste techniek om erachter te komen wat mensen denken of voelen ten aanzien van bepaalde ontwerpen en daarmee uitermate passend voor een onderzoek naar de motivatie en belemmeringen bij het kiezen voor duurzaam beleggen. Het onderzoek is verkennend van aard en Baarda en De Goede merken terecht op dat het meten van motieven of drijfveren lastig is, doordat de respondent zich daar niet altijd zelf van bewust is of sociaal wenselijke antwoorden geeft. Daarnaast geeft een enquête de mogelijkheid om stellingen, gebaseerd op de theorie, voor te leggen aan de respondenten. Een ander voordeel van een enquête is het grote aantal respondenten dan bereikt kan worden in korte tijd. Het doel van de enquête is het theoretisch model toetsen onder een groot aantal vastgoedbeleggers, teneinde de theoretische drijfveren te spiegelen aan de praktijk.

5.2.2 Selectie

De selectie van respondenten betreft een niet-gerichte steekproef met selecte trekking. De trekking is echter select, doordat een groot aantal respondenten uit het directe netwerk komen van onderzoeker. Hierdoor er een kans is dat het geen representatieve selectie betreft, daar het een gelegenheidssteekproef betreft. Wel wordt hiermee zelfselectie worden uitgesloten. Met het verspreiden van de enquête is gebruik gemaakt van een artikel op Vastgoedjournaal inclusief hun wekelijkse mailing en een verwijzing daarnaar op LinkedIn. Daarnaast zijn circa 50 respondenten rechtstreeks benaderd met het verzoek om enquête in te vullen. Er zijn in totaal 52 enquêtes ingevuld retour gestuurd, waarvan alle respondenten zich bevinden in het direct netwerk van onderzoeker. Dit aantal respondenten geeft de mogelijkheid om een eenvoudige statische analyse te maken van de gegeven antwoorden en een verdieping te geven aan de resultaten die verderop in het hoofdstuk worden gepresenteerd.

5.2.3 Relevantie steekproef

Er zijn in Nederland, conform de gegevens van De Nederlandse Bank (DNB), 3 verzekeraars, 212 pensioenfondsen en 30 banken actief als institutionele belegger in Nederland. Om met een foutmarge van 5% en een betrouwbaarheidsniveau van 95% een betrouwbare steekproef te hebben is de responsie van 150 institutionele beleggers vereist. De groep private beleggers is nog velenmalen groter, waardoor verondersteld mag worden dat de steekproefgrootte dan ook navenant groter moet zijn. Hoewel het onderzoek enkele toetsende elementen bevat, is het in hoofdzaak een verkennend onderzoek. De omvang van de steekproef is minder relevant, omdat dit onderzoek tracht een eerste beeld te geven van de situatie. En niet uitgaat van een stellingname die getoetst moet worden in de praktijk.

5.2.4 Vraagstelling

In de enquête worden verschillende vraagstellingen toegepast: stellingen, rangschikkings- en open vragen. Bij de stellingen wordt de respondent gevraagd om het best passende antwoord te kiezen, vaak zijn er twee of drie mogelijkheden geboden. De techniek van rangschikking is voornamelijk toegepast om de mate van belang van de drijfveren te toetsen. Iedere rangschikkingsvraag geeft ook de gelegenheid om een aanvulling te doen. Een kans op straight lining, vaste antwoordvolgorde, is hierbij een risico doordat minder betrokken respondenten de voorgestelde rangschikking accepteren. Bij de open vragen wordt de respondent de gelegenheid gegeven om aan te vullen waar nodig, een reactie is daarin niet verplicht.

De toegepaste enquête, te vinden in bijlage 1, is via Qualtrics aangemaakt en beschikbaar gesteld middels een link. De link kan gedeeld worden met respondenten middels mail of gebruikt worden in een artikel of bericht op social media. Deze software bevat ook de mogelijkheid om een eerste analyse uit te voeren.

5.2.5 *Opzet*

De enquête is opgedeeld in drie onderdelen: als eerste een algemene inventarisatie van de respondent, deel twee gaat in op de vraag welke relatie er door respondent wordt verondersteld tussen duurzaamheid en rendement. Deel drie gaat over de extrinsieke drijfveren van de organisatie en de respondent, zowel motivatie als belemmeringen, bij het maken van deze keuzen. En tot slot volgen enkele vragen die een doorkijken geven naar de eerdere onderzoeken en de toekomst van duurzaam beleggen in vastgoed.

De enquête bestaat uit 29 vragen, bij sommige vragen zijn er meerdere antwoorden mogelijk. Bij vragen waarbij slechts één antwoord mag worden gegeven, wordt verzocht om het beste passende antwoord aan te vinken. De enquêtes zijn anoniem verwerkt in het resultaat, naam van respondent en de organisatie zijn alleen gebruikt voor registratiedoeleinden. In bijlage 1 is de enquête in geheel opgenomen, in bijlage 2 is een export gegeven van alle data. Hierin zijn alle gegevens opgenomen, behoudens de naam, organisatie en functie van de respondenten die omwille van anonimiteit weg zijn gelaten. De metadata, beschrijving van de gegevens, van alle respondenten is wel bewaard en per respondent, kunnen alle gegeven antwoorden ingezien worden.

5.3 **Expertinterviews**

5.3.1 *Inleiding*

De belangrijkste resultaten vanuit de enquête worden vervolgens besproken met drie experts in een zogeheten expertinterview. In onderstaande paragraaf is een uiteenzetting gegeven van de opzet van de expertinterviews. De volledige uitwerking van de expertinterviews is te vinden in bijlage 3, de belangrijkste notaties zijn verwerkt in het hoofdstuk Analyse bij de bespreking van de resultaten van de enquête.

5.3.2 *Selectie*

De drie expertinterviews zijn als volgt samengesteld, vanuit iedere type belegger, institutioneel, privaat en een fondsmanager in opdracht van derden, is een kandidaat geselecteerd. Deze drie vertegenwoordigen daarmee de antwoordmogelijkheden bij vraag 4 van de enquête. In de enquête is iedere respondent gevraagd of ze bereid zijn tot een vervolg in de vorm van een interview, wederom selecte trekking en ditmaal is van zelfselectie van toepassing.

5.3.3 *Vraagstelling*

De expertinterviews zijn gestructureerd aangepakt, aan de hand van vragen per onderdeel volgend uit de theorie en de enquête. De vragen zijn opgesteld, geformuleerd op basis van de resultaten uit de enquête. Naast de vaste vragen op basis van de resultaten is ook in ieder expertinterview zijdelings de afwijkende antwoorden ten opzichte van het enquêteresultaat van de geïnterviewde besproken. De expertinterviews zijn persoonlijk of via Teams afgenomen.

5.3.4 *Opzet*

De indeling van het expertinterview volgt de indeling van het theoretische onderzoek en de enquête. De expertinterviews starten met enkele basisvragen, of opname van het gesprek akkoord is of de geïnterviewde met naam en organisatie vermeld mag worden en of men vooraf publicatie van het transcript wil beoordelen.

5.4 **Resultaten**

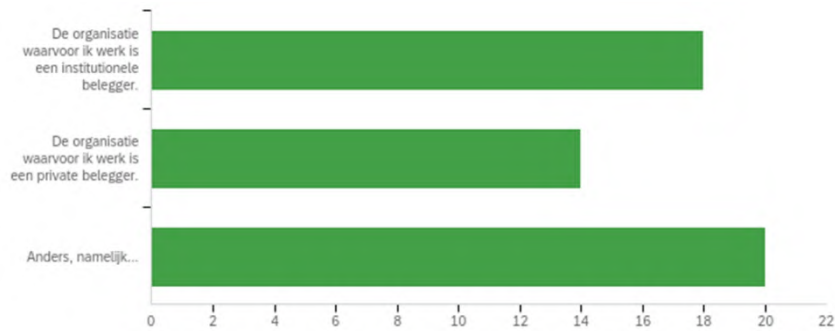
In het onderstaande gedeelte wordt het resultaat van de enquête beschouwd. De enquête is ingevuld door 52 respondenten. Deel 1 geeft een overzicht van de respondenten. Deel 2 gaat in op de verwachte relatie tussen rendement en duurzaam beleggen. Vervolgens gaat deel 3 op de drijfveren achter duurzaam beleggen en wordt er afgesloten met enkele afsluitende opmerkingen.

De antwoorden in de enquête zijn allemaal van nominaal of ordinaal meetniveau. Nominaal zijn variabelen waarbij categorieën mogelijk zijn, maar er geen verschil is tussen deze waarden. Bijvoorbeeld het soort beleggers,

er worden drie opties geboden, maar hierin kan geven volgorden worden aangebracht. Bij het ordinaal meetniveau is er wel een verschil of volgorde te duiden in de categorieën. Zoals, de verwachte tijdspanne in jaren, tot wanneer duurzaam beleggen de standaard is.

5.4.1 Deel 1 – classificeren belegger

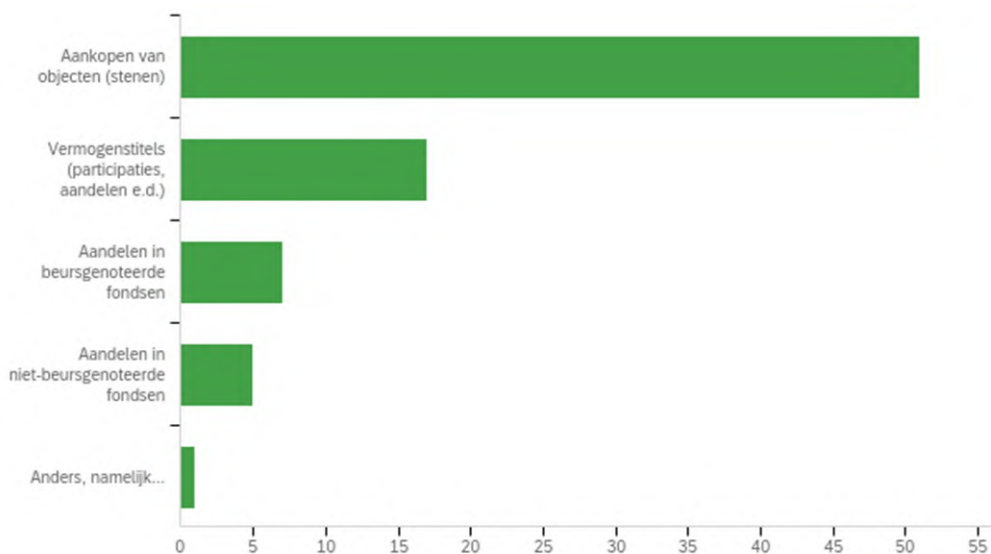
Het eerste deel van deze enquête verzamelt algemene informatie over de organisatie waarvoor men werkt en in welke functie. De afsluitende vraag van dit gedeelte betreft de vraag wat de motivatie van de organisatie ten opzichte van duurzaam beleggen is, als opmaat tot het tweede gedeelte.



Figuur 8 Enquêteresultaat type belegger

Soort organisatie en wijze van beleggen Van de ondervraagden werkt het merendeel bij een institutionele belegger te weten 18 respondenten, op de voet gevolgd door 14 respondenten die bij een private belegger werken. Onder de derde optie, waar 20 respondenten gebruik van hebben gemaakt is fonds- of investment manager de meest genoemde. Zij beleggen in opdracht van een derde partij, waardoor ze van deze categorie gebruik maken. Terugkijken naar de gewenste betrouwbaarheid is de foutmarge 22,28% bij een betrouwbaarheidsniveau van 95%, met 18 institutionele beleggers in de steekproef. Waarschijnlijk ligt over de gehele steekproef nog hogere, aangezien het aantal private beleggers met 14 in een nog minder gunstige verhouding staat tot haar populatie.

In totaal 42 van de respondenten belegt in direct vastgoed en 6 van de reacties geven aan zowel in direct als indirect vastgoed te beleggen en slechts 1 respondent belegt alleen indirect in vastgoed. Van de respondenten beleggen er 3 namens derden en hebben uitwijkmogelijkheid gebruikt. Eerder in deze scriptie is beschreven dat circa 34,6 miljard indirect wordt belegd en de resterende 41,1 miljard direct. De verdeling tussen institutioneel,

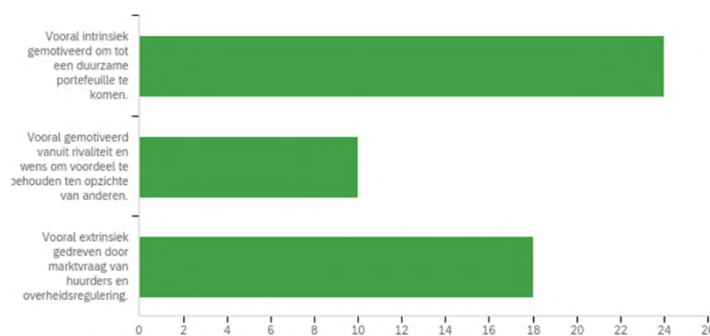


Figuur 9 Enquêteresultaat type vehikel

privaat en de categorie overig, daarmee is dit onderzoek scheef verdeeld waarbij het zwaartepunt ligt op directe beleggingen.

Vehikels, stijl, sectoren en de beleggingshorizon Stenen en participaties zijn de meest gebruikte vehikels geven 51 respondenten aan, gevolgd door vermogenstitels en aandelen met respectievelijke 17 en 7 respondenten. Van de respondenten zijn er 29 die van meerdere vehikels gebruik maken, waarbij de combinatie van stenen en vermogentitels de meest voorkomende is. Verder beleggen de respondenten veelal actief en value-add waarvan het merendeel gekenmerkt worden door een lange horizon van 10 jaar of langer en zijn kantoren, winkels en tot slot woningen de top drie van sectoren. Slechts in 9 reacties wordt aangegeven dan men een horizon korter dan 5 jaar hanteert.

Duurzame houding Op de vraag waarom de organisatie wordt gedreven tot duurzaamheid is de verhouding tussen intrinsiek en extrinsiek respectievelijk 24 om 18. Verder geven 10 van de 52 respondenten aan dat duurzaamheid voornamelijk door rivaliteit wordt gedreven. Doel van dit gedeelte van de enquête is de positie van de belegger op de overzichtskaart vast te stellen en blijktbaar is het merendeel van de organisaties intrinsiek gemotiveerd, gevolgd door extrinsiek en tot slot vanuit rivaliteit. Of zoals Bansal en Roth het omschrijven respectievelijk: caring, competitive en concerned.

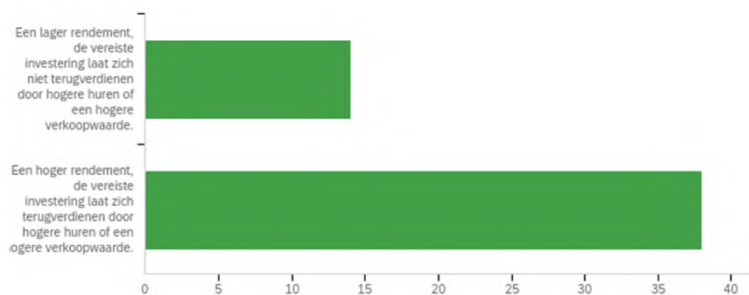


Figuur 10 Enquêteresultaat houding ten opzichte van duurzaamheid

5.4.2 Deel 2 – relatie tussen duurzaamheid en rendement

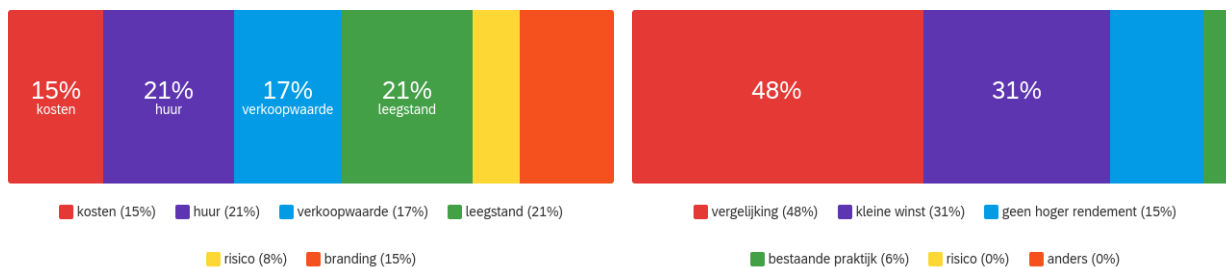
Het tweede onderdeel gaat verder in op de persoonlijke mening over het beleggen in duurzaamheid als organisatie. Vooraf aan de vragen wordt de definitie van duurzaamheid kort neergezet op basis van de SDG en de definitie van de VN: ‘Duurzaam beleggen wordt in dit onderzoek gedefinieerd, als vorm van beleggen waarbij er wordt voorzien in behoeften van vandaag de dag, zonder toekomstige generaties te kort te doen’.

Verwacht rendement Als men wordt gevraagd naar de rendementsverwachting van duurzaam beleggen dan geven 38 respondenten aan dat een hoger rendement verwacht mag worden. Als mogelijke verklaringen wordt hierbij ter illustratie in het antwoord een hogere huur of verkoopwaarde benoemd, gebaseerd op de eerder besproken literatuur. De resterende 10 deelnemers verwachten een lager rendement, en de motivatie is precies tegenovergesteld.



Figuur 11 Enquêteresultaat rendementsverwachting

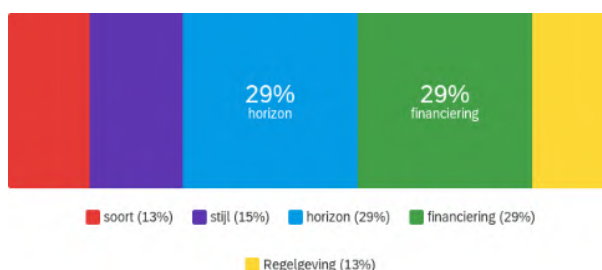
Voor- en nadelen Volgens de respondenten vertaald duurzaam beleggen zich voornamelijk door minder leegstand en een hogere huurprijs (21%) en hogere verkoopwaarde (17%) als de drie belangrijkste gevolgen van



Figuur 12 Enquêteresultaat motivaties(l) en belemmeringen (r)

een duurzaam object. Figuur 12 betreft een schematisch overzicht waarbij het een gewogen gemiddelde van de ranking betreft. De ruwe data laat echter zien dat 38% van de respondenten branding de hoogste score geeft. Van de 52 respondenten merken 20 branding als belangrijkste motivatie. Als grootste nadelen zijn de hogere kosten de meest genoemde (63%) en als tweede onvoldoende overheidssteun beschikbaar (25%) en onvoldoende publiek besef als derde.

Volgens de respondenten heeft financiering heeft een grote invloed op verduurzaming, vervolgens de beleggingshorizon en op gedeelde derde plaats beleggingsstijl en wijze van financieren. Zoals bovenstaande vermeld betreft het een gewogen gemiddelde en in deze geeft het een sterk vertekend beeld, daar 46,15% van de respondenten regelgeving op de eerste plaats heeft staan.

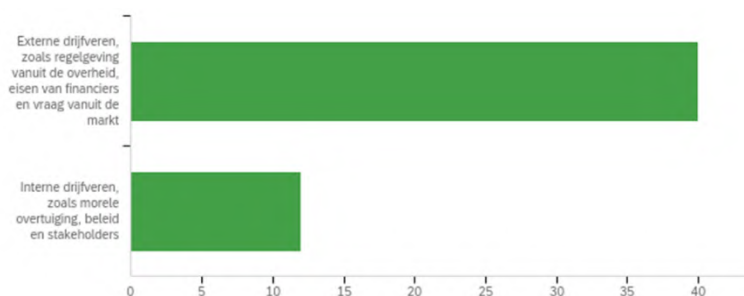


Figuur 13 Enquêteresultaat belangrijkste kenmerk

5.4.3 Deel 3 – drijfveren achter duurzaam beleggen

Het derde deel van deze enquête gaat in op de drijfveren en belemmeringen achter het duurzaam beleggen als organisatie. Waar in het tweede gedeelte naar de persoonlijke opvatting en verwachting is gevraagd, gaat dit gedeelte in op de organisatie waar men werkzaam is. Daarbij wordt gevraagd naar de belemmeringen en motivaties die binnen de organisatie spelen.

Invloeden op duurzaam beleggen Waar in de laatste vraag van Deel 1 nog 24 respondenten aangeven dat de houding van de organisatie ten opzichte van duurzaamheid intrinsiek gemotiveerd is, wordt in de vraag waar ze moeten kiezen voor de belangrijkste motivator door 40 respondenten aangegeven dat extrinsieke motivatie zoals regelgeving en eisen van stakeholders het belangrijkste zijn. De derde optie en middenweg, gedreven worden door rivaliteit, wordt hier niet geboden en bijna alle respondenten kiezen in deze vraag voor externe drijfveren.

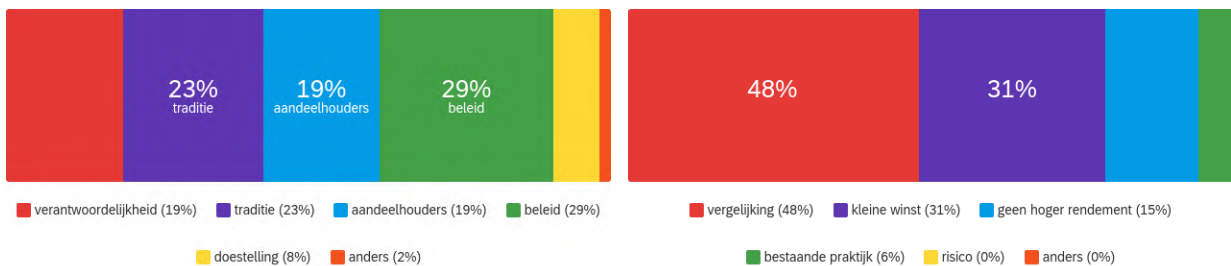


Figuur 14 Enquêteresultaat belangrijkste drijfveer

In de daaropvolgende vraag wordt de druk van buitenaf door 23 respondenten als hoofdzaak benoemd, gevolgd door de overtuiging van een organisatie met 17 respondenten. Marktvraag en aandeelhouders worden

respectievelijk door 7 en 5 respondenten aangemerkt als belangrijkste invloed. De vraag naar de invloed van aandeelhouders is van toepassingen op een deel van de respondenten.

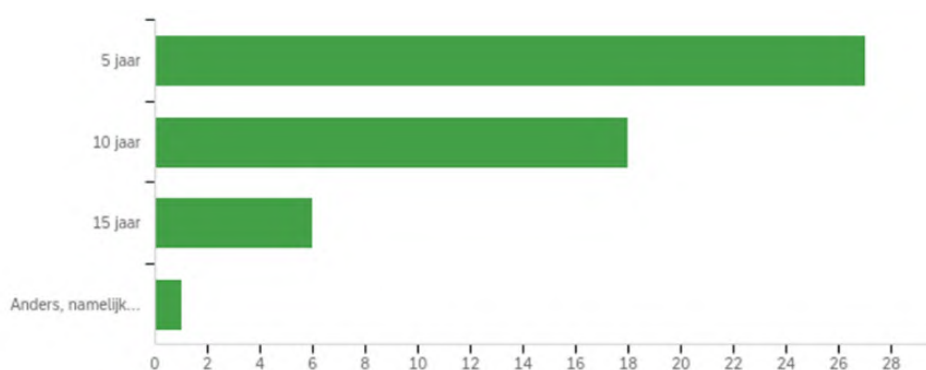
Intrinsieke en extrinsieke invloeden Als er meer specifiek naar de interne organisatie wordt gevraagd, geven dezelfde respondenten aan dat beleid de belangrijkste interne motivator is, traditie binnen een organisatie is daarna de belangrijkste en op de derde plaats komen de aandeelhouders. Als belemmering staat de vergelijking met de conventionele wijze van investering op nummer één, gevolgd door het idee dat duurzaamheid slechts een kleine winst kan brengen en het niet leidt tot een hoger rendement. Van de 16 respondenten die de kleine winst als grootste belemmering zijn, gaven er elf in het begin nog aan dat duurzaam beleggen tot een hoger rendement leidt. Een van de respondenten geeft in de toelichting aan dat het verschil in rendement in duurzame object en minder duurzame objecten op langere termijn steeds groter zal worden. Anderzijds wordt eveneens geopperd dat wanneer duurzaam vastgoed de standaard wordt de premium verdwijnt.



Figuur 15 Enquêteresultaat belangrijkste intrinsiek motivaties (l) en belemmeringen (r)

Sector brede belemmeringen Van de ondervraagden geeft 48% aan dat de split incentive een belangrijke reden is dat duurzaam beleggen nog niet de standaard is, gevolgd door de onbekendheid met de academische onderzoeken in de sector. Veel antwoorden genoemd in de categorie overig hebben betrekking op de vertraging tussen beleid en realisatie zowel van de overheid als intern in de organisatie. Daarbij wordt eveneens de opmerking gemaakt dat het kan verschillen per asset classes. Met 45 respondenten verwacht het merendeel dat er 5 tot 10 jaar verstrijkt voordat duurzaam beleggen de standaard is. Dat zou betekenen dat de vastgoedsector uiterlijk rond 2030 een branche is waar duurzaamheid de standaard is.

Slot en vooruitzicht Op de vraag wat er zou moeten veranderen om beleggers te motiveren, wordt naar anderen gekeken, veel ingestuurde antwoorden sturen op regelgeving, subsidie of belastingvoordeel, dan wel de bereidheid om een hogere huur te betalen of wel verhogen van energiebelastingen. Een van de respondenten



Figuur 16 Enquêteresultaat verwachte periode waarin duurzaam beleggen standaard wordt.

wijst terecht op de vertraging die ontstaat tussen dwingende regelgeving en moment waarop iets standaard wordt. Een voorbeeld hiervan is het effect dat met het afdwingen van een energielabel C is ontstaan. Aanvankelijk is het label onbekend, daarna wordt het verplicht gesteld zonder vorm van controle en nu is er een harde eis gesteld, inmiddels is het label niet meer weg te denken en standaard aanwezig bij iedere transactie.

Een andere belangrijke aanvulling vanuit de enquêtes, is een nadrukkelijk beroep op de verantwoordelijkheid van alle betrokkenen: beleggers, financiers en huurders. Beleggers zijn bereid om te investeren, waarbij financiers niet alleen randvoorwaarden stellen, maar juist stimuleren om te verduurzamen en huurders enerzijds of een langere overeenkomst aangaan dan wel een hogere huur betalen. De focus moet af van de omzet- en het rendementsdenken, waarbij de lasten van duurzaamheid gezamenlijk worden gedragen. Duurzaamheid zou tenslotte een maatschappelijke ambitie moeten zijn. Een ambitie die zich vertaalt in uniforme regelgeving voor alle beleggers en geen ruimte laat om zich eraan te onttrekken,

Verder valt het sterk op in de antwoorden, dat men redelijk gelijkgestemd is over de belemmeringen: hogere initiële kosten, gebrek aan overheidssteun op organisatieniveau en op meer individueel niveau de vergelijking met conventioneel investeren en de kleinere winstverwachting. Bij de motivatie zijn de respondenten veel meer verdeeld de verhouding tussen lagere kosten, hogere huur, minder leegstand en beter branding is veel evenwichtiger verdeeld onder de respondenten en daarmee minder eenduidig.

5.4.4 Afsluiting

In het laatste onderdeel zijn nog enkele afrondende vragen gesteld of er onderdelen in de enquête missen en of er naar aanleiding van de respons nog contact gelegd mag worden. Belangrijkste reacties uit dit gedeelte zijn hieronder kort weergegeven en zouden aanleiding kunnen geven tot verder onderzoek:

- De rol van de huurder wordt gemist in het onderzoek, want uiteindelijk bepaalt de huurder het ambitieniveau. Als een huurder hier geen waarde aan hecht casu quo niet voor wil betalen, dan komt de extra investering volledig bij de belegger met een lager rendement tot gevolg, waardoor deze minder gemotiveerd is om vooruitstrevend te zijn.
- Advies om het verschil te onderzoeken in korte termijn rendement en lange termijn rendement van investering of belegging en daarbij de beleggingshorizon van de typen beleggers nader onderzoeken. Gebaseerd op de veronderstelling dat beleggers met een langere termijn meer oog hebben voor duurzaam beleggen, wordt voorgesteld om een lange beleggingshorizon te stimuleren waardoor men gedwongen wordt om duurzaamheid mee te nemen in de investeringsplannen.

6 Analyse

6.1 Inleiding

In het voorgaande hoofdstuk is uiteengezet hoe de enquête is opgezet en wat de belangrijkste reacties waren, in dit hoofdstuk worden de belangrijkste conclusies uit het onderzoek benoemd en vergeleken met de theorie uit het eerste gedeelte van deze scriptie. Onderstaand zijn de resultaten van de enquête, bondig samengevat per onderdeel en onderschreven met expertinterviews. Dit vormt de basis vormen voor het hoofdstuk Analyse.

6.2 Belangrijkste kenmerk van duurzame beleggers:

6.2.1 *Praktijkresultaten*

Na regelgeving zijn, de beleggingshorizon en soort belegger het meest bepalend voor de motivatie voor duurzaam beleggen, op de voet gevolgd door financiering en stijl van beleggen. Van de 30 respondenten met een langere horizon dan 10 jaar, verwacht met 22 respondenten een ruime meerderheid, daarmee hoger rendement te halen. De 9 respondenten met een horizon korter dan vijf jaar zijn hoofdzakelijk extrinsiek gedreven of gemotiveerd vanuit rivaliteit.

Kijkend naar het soort belegger zijn er van de 18 institutionele beleggers 6 respondenten die een lager rendement verwachten. Van de 14 private beleggers verwachten er slecht drie een lager rendement in het geval van duurzaam beleggen. Van de 20 fonds- en investmentmanagers zijn er 5 die een lager rendement verwachten. De private beleggers zijn daarmee het meest optimistisch gestemd voor de resultaten voor duurzaam beleggen, gevolgd door de fonds- en investmentmanagers.

6.2.2 *Analyse*

Hoewel de data van de enquête niet onomstotelijk uitwijst dat lange termijn beleggers meer oog hebben voor duurzaam beleggen, is het met 30 van de 52 respondenten en wel aannemelijk te veronderstellen dat beleggers met een lange horizon meer oog hebben voor duurzaamheid, hetgeen ook wordt onderschreven in de theorie. De expertinterviews onderschrijven deze bevinding, de institutionele beleggers leggen de lat en worden gekenmerkt door een lagere rendements-/risicoverhouding en een lange horizon waardoor er ruimte om meer te investeren in het vastgoed ondanks de hogere aanvangsinvestering van duurzame ontwikkelingen.

Hoewel institutionele beleggers in een omgeving opereren die volgens Campbell sociaal verantwoordelijk gedrag bevordert en beschikken over meerdere meetinstrumenten, lijken zij het minst optimistisch over het rendement van duurzaam beleggen in vergelijking tot private beleggers en fondsmanagers.

6.3 Relatie tussen duurzaamheid en rendement

6.3.1 *Praktijkresultaten*

Meer dan 70% van de respondenten verwacht dat duurzaamheid zal leiden tot een (licht) hoger rendement en dit is voornamelijk te wijden aan betere branding, een hogere verkoopwaarde, hogere huren en minder leegstand. Dit ondanks de hogere kosten voor duurzaamheid en het ontbreken van voldoende overheidssteun of publiek besef. Meer dan 60% van de respondenten merkt de kosten op als grootste belemmering. Lastig aan de beschrijving van bovenstaande voordelen is dat het kenmerken zijn van éénzelfde vertrekpunt. Betere branding zal leiden tot hogere huren en minder leegstand, waardoor de verkoopwaarde toeneemt en zo ontstaat er een interactie-effect tussen de onderlinge variabelen.

6.3.2 *Analyse*

Theorie en praktijk sluiten in dit onderdeel op elkaar aan: het rendement van duurzaam beleggen ligt hoger. Belangrijke vraag omtrent de belemmeringen is wel of de extra kosten van 6,5% volgens Chegut et al. (2018) terecht de grootste belemmering vormen, zeker gezien in de relatie tot de gemeten premium van Eicholtz et al. (2010). Belleggers zien het voordeel van duurzaam beleggen, maar worden blijkbaar geremd in het realiseren van hun ambitie om middels duurzaam beleggen hogere rendementen te halen.

6.4 Deelconclusie vraag 4

De vierde deelvraag gaat over de vraag hoe de beleggers de relatie tussen duurzaamheid en rendement beoordelen. De conclusie in dit onderzoek is dat beide soorten beleggers optimistisch zijn over het rendement van duurzaamheid. Meer dan 70% van de respondenten verwacht een beter rendement en ook de experts zijn positief gestemd. Direct worden er natuurlijk wel allerlei belemmeringen geopperd, zoals het vertrekpunt in een bestaande portefeuille of nieuw aan te kopen ontwikkelingen, een distictie die in de literatuur niet duidelijk naar voren komt. Verder is de beleggingshorizon van cruciaal belang voor het verwachte rendement van een duurzame investering. Evenals de opmerking dat betrokkenheid van de ontwikkelaar op langere termijn, door middel van alternatieve contractvormen, ook een positief effect kan hebben op duurzaamheid voor de langere termijn.

6.5 Extrinsicieke drijvers

6.5.1 *Praktijkresultaten*

De belangrijkste motivator voor duurzaam beleggen blijkt extrinsiek te zijn volgens 40 van de 52 respondenten. In de daaropvolgende vraag, waar deze druk dan vandaan komt, geven 23 respondenten aan vanuit de overheid, resterende 12 respondenten die vasthoudt aan externe drijfveren als belangrijkste bron verdeelt zich tussen de vraag van huurders dan wel aandeelhouders. Stijgende kosten voor energiedragers, toenemend belasting op afvalstoffen worden niet genoemd door de respondenten. De split incentive blijkt de grootste extrinsieke belemmering te zijn voor veel beleggers in dit onderzoek, met 48% volgens hen de belangrijkste reden dat duurzaam beleggen nog niet de standaard is.

6.5.2 *Analyse*

De belangrijkste drijvers voor verduurzaming lijken extrinsiek en in praktijk blijkt de overheid en haar regelgeving een sterke motivator te zijn, de overige drijvers als marktvraag of druk van aandeelhouders worden weliswaar aangemerkt maar lijken beduidend minder relevant. De split incentive, de discrepantie tussen de verhuurder die investeert ter verduurzaming en de huurder die daarvan profiteert is de grootste belemmering en is de grootste blokkade die duurzaamheid als standaard in de weg staat. Als de overheid de belangrijkste drijver en split incentive het grootste probleem is volgens de respondenten, zou daar wellicht ook een kans liggen. Als investeringen ter verduurzaming welke gedaan worden door de verhuurder via een opslag op de huur of de energiekosten teruggevorderd mag worden, ligt daar wellicht een grote kans. Het huidige artikel Duurzaamheid/Green lease uit de standaard huurovereenkomst van de ROZ komt niet verder, dan het ondersteunen in gezamenlijke doelen die regelmatig besproken worden. Cox (2017) concludeerde naar aanleiding van een analyse van 333 kantoren en een businesscase terecht dat de huurprijs omhoog moet, om verduurzaming rendabel te maken.

6.6 Intrinsieke drijvers

6.6.1 *Praktijkresultaten*

Als er strikt gekeken wordt naar intrinsieke drijvers zijn beleid of bedrijfsbelang, gevolgd door traditie of bedrijfscultuur en tot slot het belang van aandeelhouders het belangrijkste in dit onderzoek. Geen van de respondenten merkt risicomitigatie op als drijver, slechts een respondent benoemt dit in het vrije veld dat de enquête biedt. Duurzaam beleggen wordt volgens deze respondent gedreven door klimaatrisico, waar de overige antwoorden het gevolg van zijn. De belangrijkste intrinsieke belemmeringen van duurzaam beleggen volgens de respondenten zijn: de vergelijking met conventioneel handelen, de verwachting dat verduurzaming slechts een klein winst kan brengen en de stellingname dat duurzaamheid geen hoger rendement kan brengen. Als er sec naar de data wordt gekeken in plaats van het gewogen gemiddelde van de antwoorden, wijst 48% van de respondenten als eerste op de vergelijking die gemaakt wordt met een conventionele investering.

6.6.2 *Analyse*

Geconcludeerd kan worden dat de motivatie in theorie en praktijkonderzoek op elkaar aansluiten: beleid en traditie zijn belangrijk en bedrijven die hierom bekend staan trekken mensen aan zich hiertoe ook persoonlijk willen committeren. De benoemde intrinsiek belemmeringen in de enquête waren enerzijds de voortdurende

vergelijking met conventioneel handelen (adaptieniveau), de verwachting dat duurzaamheid slechts een kleine winst kan brengen (waardefunctie) en de bestaande praktijk (vasthouden aan overtuiging). Gekeken naar de intrinsieke zijde is beleid belangrijkste motivator en wordt men geremd door conventioneel handelen en de bestaande praktijk. Beleggers zijn wel bereid om met duurzaamheid aan de slag te gaan, maar weten soms simpelweg niet hoe ze de businesscase rond te krijgen. Dit wordt ook onderschreven in het rapport van Colliers uit 2019, waarin zij aangeven dat 6 op de 10 beleggers de business case niet rond krijgen.

Samenvattend kan daarmee gesteld worden dat motivatie zowel intrinsiek als extrinsiek zich beter laten beschrijven in de theorie, omdat er veel overeenkomsten zijn gemeten tussen de theorie en de praktijk. Hetgeen beleggers belemmert blijkt echter veel moeilijker te concretiseren in de theorie. De persoonlijke tekorten als rationeel handelen mens en zoiets banaals als een discrepantie tussen baten en lasten, blijken van veel groter belang dan gevonden werd in de theorie.

6.7 Deelconclusie vraag 5

De laatste deelvraag gaat in op het afwegingskader van beleggers dat gebruikt wordt in de dagelijkse praktijk van duurzaam beleggen. Op basis van de literatuur is hier in het hoofdstuk Model een overzicht van gegeven, de aldaar toepaste volgorde was willekeurig. Branding van het object en compliance in de organisatie zijn de belangrijkste motivatoren. De initiële kosten van duurzaamheid en het feit dat veelal de vergelijking met conventioneel investering wordt gemaakt, zijn de grootste belemmeringen.

Buiten de scope van het literatuuronderzoek waren als motivaties, het belang van aandeelhouders, huurderstevredenheid en risicomitigatie gebleven. Dat kan enerzijds aan de gebruikte theorie liggen, of reden tot een vervolgonderzoek zijn. Te weinig kundig adviseurs is in ieder geval door respondenten niet beschouwd als een belemmering.

Ter afsluiting van het theoretisch deel van deze scriptie is een schema opgesteld op basis van de literatuur, op basis van de analyse van het praktijkgedeelte is deze aangepast. De delen zijn gegroepeerd op belang vanuit de responsie en aangevuld op basis van de reacties gegeven in de vrije velden in de enquête en de interviews met experts.

Extrinsieke motivatie	Intrinsieke motivatie
<ol style="list-style-type: none"> 1. Branding van het object 2. Dwingende wet- en regelgeving vanuit overheid 3. Hogere huren, hogere waarde 4. Aanvullende eisen vanuit financier 5. Klant- of marktvraag om gezonde, duurzame gebouw. 6. Beschikbaarheid van subsidies 7. Voorlopen op verwachte markttransformatie 8. <i>Belang van aandeelhouders (nieuw)</i> 9. <i>Huurderstevredenheid (nieuw)</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Compliance 2. Beleid van de organisatie, interne doelstelling 3. Traditie en identiteit 4. Morele verplichting 5. Engagement als competitief voordeel 6. Lagere operationele kosten in de exploitatiefase 7. <i>Risicomitigatie (nieuw)</i>
Extrinsieke belemmering	Intrinsieke belemmering
<ol style="list-style-type: none"> 1. Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed 2. Onvoldoende overheidssteun beschikbaar 3. Ontbreken van voldoende marktvraag 4. Ontbreken van public awareness 5. Geen universele standaard aanwezig 6. Te weinig kundig adviseurs 7. <i>Split incentive (nieuw)</i> 	<ol style="list-style-type: none"> 1. Adaptieniveau of referentiepunt - Altijd wordt de vergelijking gemaakt met een conventionele investering 2. Subjectief verschil in waarde - Duurzaamheid kan slechts een kleine winst kan brengen 3. Beperkte rationaliteit - Het resulteert niet in een hoger rendement 4. Vasthoudende overtuiging of conservatisme - De bestaande praktijk in de vastgoedwereld is leidend 5. Mentaal boekhouden - Duurzame investering worden sec beoordeeld op terugverdientijd 6. Cognitieve dissonantie - Huidig standpunt in duurzaamheid bepaald acceptatie bewijslast 7. Verlies- of spijtaversie – Dat er een hoger risico mee gepaard gaat

Figuur 17 Overzicht drijfveren aangepast n.a.v. enquêteresultaten (eigen werk).

7 Conclusie en advies

In het afsluitende hoofdstuk van deze scriptie wordt een conclusie geformuleerd, op basis van de eerdere hoofdstukken, om zo de hoofdvraag van deze scriptie te beantwoorden. Op deze basis is ook conceptuele model aangepast en er zal een advies worden gegeven om als vastgoedsector de uitdaging aan te gaan in de komende jaren om tot een duurzame wereld te komen. Gevolgd door een reflectie op het eigen werk en aanbevelingen die wellicht verder het onderzoeken waard zijn.

7.1 Conclusie

7.1.1 *Resume van de deelconclusies*

In het hoofdstuk genaamd Theorie zijn elf soorten beleggers onderscheiden. Elk type is een optelling van de soort belegger, de wijze van beleggen en welk vehikel ze gebruiken, daaraan toegevoegd is de houding jegens duurzaamheid. In de praktijk zal een belegger echter op verschillende wijze beleggen en van diverse vehikels gebruik maken en is er sprake van een combinatie van kenmerken.

Op basis van de literatuurstudie naar de relatie tussen duurzaamheid en rendement kan een positieve relatie verondersteld worden tussen duurzaamheid en rendement bij een beleggingsobject als vastgoed. Bij het geven van overzicht achter de drijfveren van duurzaam beleggen is het zinvol om een indeling te maken tussen intrinsiek en extrinsiek, motivatie en belemmering, waardoor er vier velden ontstaan. Dergelijk overzicht wordt gegeven in figuur 17.

In het gedeelte met de titel Praktijk, blijkt uit de enquête en de interviews dat beleggers uit het onderzoek in hun dagelijks werk de relatie tussen duurzaamheid en rendement positief te beoordelen. Circa 70% van de respondenten verwacht een beter rendement en ook de experts zijn positief gestemd. De belemmering uit het gegeven overzicht van figuur 17 worden weliswaar herkend en remmen de ontwikkelen, maar zijn geen redenen om ervan af te zien. De motivaties, zoals de mogelijkheid om een object beter te branden of de dwingende wet- en regelgeving, zijn sterker dan de genoemde belemmeringen.

7.1.2 *Overzicht relevantie drijfveren per belegger*

Gaandeweg de tekst zijn in deelconclusies, de deelvragen beantwoord en deze zijn bovenstaande nog kort aangestipt. Met onderstaande modellen (figuur 18 en 19) is getracht een antwoord te formuleren op de hoofdvraag van deze scriptie: wat motiveert de type beleggers om hun vastgoedportefeuille te verduurzamen? In dit overzicht zijn de drijfveren per type beleggers geactualiseerd naar aanleiding van de resultaten en de expertinterviews. Waarbij de drijfveren ook zijn gegroepeerd naar mate van belang dat respondenten het toekennen. Eerst worden de extrinsieke drijfveren besproken, waarna ook de intrinsieke zijde volgt.

Kijkend naar beide modellen en alleen beoordelend op de toegekende kleur zou je op hoofdlijnen kunnen concluderen dat motivaties extrinsiek van aard zijn, zeker bij de institutionele beleggers. Verder zijn de belemmeringen juist intrinsiek en sterker aan de kant van de private beleggers. Twee zaken lijken universeel te gelden voor alle beleggers: branding van een object en de split incentive. Branding is niet alleen het beter positioneren van een object in de markt, maar überhaupt een bestaansrecht verwerven in de markt. Achterblijvers in duurzaamheid worden zeker op langere termijn afgestraft door gebruikers. De split incentive speelt iedere beleggers parten, door het grote belang in de businesscase. Met hogere huurinkomsten kunnen belangrijke duurzame investeringen eerder rendabel worden.

Los van bovenstaande motivatie en belemmering die voor alle beleggers gelden, lijken de institutionele beleggers beduidend minder ondersteuning en advies nodig op basis van de resultaten. Vermoedelijk doordat ze vroegtijdig zijn voorgesorteerd op duurzaam beleggen. De private beleggers lijken vooral aan de intrinsieke zijde afgeremd om vol voor duurzaam beleggen te gaan.

		Institutioneel		Privaat	
		Direct	Indirect	Direct	Indirect
Extrinsieke motivatie	Branding van het object	Naast positieve attentie om zo een object in de markt te plaatsen, is branding ook vooral voorkomen dat beleggers zich op negatieve wijze onderscheiden van de concurrenten in de directe omgeving. Deze druk is voor alle soorten beleggers gelijk en staat los van horizon of strategie van de belegger.			
	Dwingende wet- en regelgeving vanuit overheid	Regelgeving wordt gezien als een gevolg van maatschappelijk belang, beleggers worden gekenmerkt door druk van regelgeving op fonds- en portefeuilleniveau		Regelgeving is een randvoorwaarde van overheidswege waarmee men dient te werken, waarbij de focus veelal ligt op regelgeving op objectniveau.	
	Hogere huren, hogere waarde	Markthuur- en waardeontwikkeling is een belangrijke drijfveer naast huurtransacties zijn natuurlijke vervangingsmomenten een gelegenheid tot verduurzaming.		Commerciële trajecten zijn een kans om te komen tot duurzaamheid. Investeren bij een verlenging is de beste gelegenheid tot verduurzaming.	
	Aanvullende eisen vanuit financier	De druk van financiers om te verduurzamen is niet aanwezig, wel moeten duurzame investering rendabel zijn op langere termijn.		Grotere invloed financiering, maar voorwaarden geen onderdeel in businesscase	Minder afhankelijk van financiering, participeert voor rendement.
	Klant- of markt vraag om gezondere duurzame gebouw	Partijen beleggen in niche product, waar de markt vraagt naar hoge kwaliteit en duurzaamheid. Daarmee leggen ze de lat voor anderen beleggers/huurders.		Ontbreken van markt vraag naar duurzame objecten voor alle private belegger gelijk, bestaand vastgoed kan niet altijd voldoen aan deze vraag.	
	Beschikbaarheid van subsidies	Beschikbaarheid subsidie bekend en ervaring in aanvraagtrajecten, regulier intern informatie over de beschikbaarheid en voorwaarden.		Beschikbaarheid subsidie minder bekend, aanvraagtrajecten als complex ervaren, niet altijd positief tegenover subsidie of kenmerk zoals de horizon laat het niet toe.	
	Voorlopen op verwachte markttransformatie	Voortrekkersrol en drijvende kracht achter de verwachte markttransformatie naar duurzame objecten. Nieuwe aankopen moeten voldoen aan de hoogste eisen.		Meer ruimte voor freeriders in de private sector, bestaand vastgoed lastiger te verduurzamen, langere adaptieperiode voor duurzaam beleggen	
	Belang van aandeelhouders	Belang aandeelhouders meer geformaliseerd, meer invloed op de strategie		Aandeelhouders minder drijvende kracht, op afstand of zelfs afwezig	
	Huurderstevredenheid	Belangrijke drijver, zeker bij woningen, maar ook voor kantoren	Focus op rendement niet op huurders- tevredenheid	Belangrijk, maar verduurzamen vooral een commerciële kans.	Focus op rendement niet op huurders- tevredenheid
Extrinsieke belemmeringen	Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed	Langere termijnvisie, geeft de gelegenheid tot een langere periode om de hogere aanvangsinvestering terug te verdienen.		De gemiddeld kortere termijnvisie, geeft de gelegenheid tot een kortere periode om de hogere aanvangsinvestering terug te verdienen.	
	Onvoldoende overheidssteun beschikbaar	Overheidssteun en beschikbaarheid van subsidie voor alle soorten beleggers gelijk, meer professionele partijen wel beter bekend met de mogelijkheden. Soms worden beleggers geremd door horizon of structuur in de fiscale voordelen.			
	Ontbreken van public awareness	Ontbreken van publiek besef van het belang van duurzaamheid voornamelijk remmend voor maatschappelijke organisaties		Ontbreken van publiek besef voor private beleggers minder van belang, geen maatschappelijke verplichting	
	Ontbreken van voldoende markt vraag	Huurders uit corporate sectoren meer aandacht voor duurzaamheid. Deze nichemarkt zoekt hoge kwaliteit vastgoed, vaak in handen van institutionele partijen.		Ontbreken van markt vraag naar duurzame objecten in grotere mate aanwezig in gros van de markt waar de private beleggers groter vertegenwoordigd zijn	
	Geen universele standaard aanwezig	Methodiek op objectniveau eenduidig, mogelijk wel ondergeschikt	Methodiek fonds- of portefeuille niveau minder helder en consistent	Methodiek op objectniveau eenduidig	Methodiek fonds- of portefeuille niveau minder helder en consistent
	Split incentive	De aanwezige kloof tussen de vereiste investeringskosten door verhuurder enerzijds en de lagere huisvestingslasten van de huurder anderzijds, is een belangrijk manco in ieder businesscase.			

Figuur 18 Definitief model van extrinsieke drijfverven (eigen werk)

		Institutioneel		Privaat		
		Direct	Indirect	Direct	Indirect	
Intrinsieke motivaties	Compliance	Compliance nadrukkelijk aanwezig binnen de organisatie, druk om integer handelen meer aanwezig en borging daarvan geformaliseerd		Compliance minder nadrukkelijk aanwezig binnen de organisatie, meer gestuurd door beleid, traditie en identiteit		
	Beleid van de organisatie	Institutioneel wordt door herkomst vermogen, gekenmerkt door sterke organisatie-/beleidsstructuur		Organisaties veelal gekenmerkt door minder beleidsmatig onderbouwde keuzen, meer focus op dagelijkse gang van zaken		
	Traditie en identiteit	Van groot belang, naam wordt verbonden aan object, afbreukrisico is groot bij negatieve berichtgeving.	Moet binnen strategie passen, aandeel minder zichtbaar maar duurzaamheid wordt zeker gemeten	Belangrijk en zeker bij family offices, maar geen directe motivatie achter duurzaamheid		
	Morele verplichting			Ondergeschikt, beleggers voelen geen directe morele verplichting om als organisatie duurzaam te acteren		
	Engagement als competitief voordeel	Zichtbaar betrokken als organisatie, betrokken partner	Invloed beperkter, minder direct zichtbaar in praktijk	Duurzaamheid geen middel voor profileren t.o.v. anderen		
	Lager operationele kosten	Ondergeschikt aan kwaliteit huurder en object. Geen direct issue voor huurder.	Aandeel is buiten blikveld, focus op financiële prestatie	Direct van invloed op de verhuurbaarheid van het object en daarmee rendement.	Sturen op rendement, niet op detailniveau van operationele kosten.	
	Risicomitigatie	Lange termijn en daarom voorsorteren op de toekomst en bijsturen traag, gericht op waarde behouden		Kortere termijn, meer liquide en mogelijkheid tot verkoop op korte termijn bij te groot risico		
Intrinsieke belemmeringen	Adaptieniveau of referentiepunt	Minder risicovolle beleggingen, overwogen lange termijn keuze	Meer risicovolle belegging, overwogen en meer lange termijn keuze	Meer risico door kans georiënteerd deals, vasthouden aan strategie	Minder risicozoekend, vasthouden aan strategie, lange termijn	
	Subjectief verschil in waarde	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (traag)	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (snel)	Beleid minder stringent of afwezig, beleggingsprofiel minder scherp en de grenzen aan verandering onderhevig		
	Beperkte rationaliteit	Ondersteuning researchafdeling, meer onderbouwde keuze in aan-/verkoop dwingt tot degelijk onderzoek		Geremd door ervaring en knowhow, minder kennis gedreven	Minder betrokken, rationeler door grotere afstand tot product	
	Vasthoudende overtuiging	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (traag)	Voldoet niet aan beleid, overgaan tot dispositie (snel)	Beleid minder stringent of afwezig, beleggingsprofiel minder scherp en de grenzen aan verandering onderhevig		
	Mentaal boekhouden	Regelmatige hold-sell analyse eigen portefeuille, check of het past binnen huidige strategie.		Minder strategisch georiënteerd, niet altijd gestructureerde analyse eigen portefeuille, kans-georiënteerde beslissingen		
	Cognitieve dissonantie	Liquiditeit van direct vastgoed kans voor weloverwogen keuze	Indirect belang meer liquide, meer risico op kudgedrag	Liquiditeit van direct vastgoed kans voor weloverwogen keuze	Indirect belang meer liquide, meer risico op kudgedrag	
	Verlies- of spijtaversie	Alle partijen gevoelig voor verlies, verlies van vermogen/vertrouwen klanten minder pijnlijk, ondanks gevolgen voor remuneratie		Alle partijen gevoelig voor verlies, maar verlies van eigen vermogen pijnlijker dan slecht presteren fonds/vertrouwen		

Figuur 19 Definitief model van intrinsiek drijfveren (eigen werk)

7.2 Advies

Onderstaand een kort advies om beleggers te ondersteunen in verduurzaming naar aanleiding van bovenstaande model. Er zou meer aandacht moeten zijn vanuit gebruikers voor duurzame objecten, branding van duurzame objecten lijkt nu vooral gevoed vanuit de angst van beleggers om achter te blijven.

Daarnaast is een oplossing van de split incentive een vereiste, dit kan eventueel door het fixeren van servicekosten of een huurprijs inclusief verbruiksmonitoring, duurzame energie, afvalmanagement en dergelijke.

Daarnaast zou de financier meer op moeten treden als partner om tot een goede business te komen, een duurzame investering hoeft niet alleen uit hogere huur betaald te worden, maar kan ook deels gefundeerd zijn vanuit een verlaging vanuit de financieringslasten.

De verzwaarde inzet op verplichte certificering volgens de NTA 8800 genaamd BENG lijkt een goede zet, vanwege de uniform geldende regels voor ieder type belegger en de vergelijkbaarheid onderling. Vanwege het vertragende effect in de markt zou de regelgeving, zeker gezien de grote invloed op de beleggers en hun compliance, een belangrijk verschil kunnen maken. Het verdient de overweging om de druk van regelgeving verder op te voeren, om tijdig tot een duurzame sector te komen. In experts geven ook aan, dat regelgeving vooral ook gezien wordt als de standaard waaraan men moet voldoen.

Elk van deze adviezen kan de aanleiding zijn tot een vervolgonderzoek. In volgende en laatste alinea een korte reflectie op dit onderzoek.

7.3 Reflectie

Tijdens de introductiecolleges werd met regelmaat een trechter getoond in de presentatie en achteraf gezien is er niets dat het proces beter beschrijft. In de eerste fase is relatief veel aandacht gegeven aan definities van duurzaamheid, beschrijvingen van type beleggers en hoe deze te classificeren. Het tweede gedeelte was de grootste drempel, alle literatuur bestuderen, samenvatten en in lijn brengen tot een theoretisch kader. Maar naarmate de trechter versmalde, nam ook de snelheid toe. Zodra de overstap was gezet naar de enquête en de eerste resultaten binnen kwamen was er zicht op een conclusie en een einde.

Duurzaam beleggen kent inmiddels een lange historie en actuele studies worden schaars en steeds specifiek. De drijfveren achter duurzaam beleggen zijn omvangrijk, door het toepassen van een model is hierin getracht een orde te scheppen. Met name het intrinsieke deel had verder uitgewerkt kunnen worden tot een studie op zich. De gehanteerde begrippen van uit de behavioriel finance, maar ook de bedrijfskundige terminologie van beleid, doelstellingen en identiek hadden verder in detail uitgewerkt dienen te worden, alvorens deze voor te leggen in de enquête en interviews.

Vanuit de statistiek bezien wordt de enquête gekenmerkt door een lage steekproefomvang, waardoor de resultaten kunnen dienen voor dit beeldvormend, verkennend onderzoek maar zeker niet geëxtrapoleerd kunnen worden tot de gehele populatie. Een vervolg zou kunnen zijn om per soort beleggers die vier velden van extrinsiek, intrinsiek en motivatie, belemmeringen verder uit te werken in geheel losstaand onderzoek.

Bibliografie

- AFM. (2011) *De wetenschap over de resultaten van actief en passief beleggen*. Amsterdam.
<https://www.afm.nl/~/profmedia/files/wet-regelgeving/beleidsuitingen/leidraden/actief-passief-beleggen-literatuurstudie.ashx>
- Bansal, P., & Roth, K. (2000). *Why Companies Go Green: A Model of Ecological Responsiveness*. *Academy of Management Journal*, 43(4), 717–736.
- Bauer, R., Koedijk, K., & Otten, R. (2004) *International evidence on ethical mutual fund performance and investment style*. *Journal of Banking and Finance*, 29(7), 1751-1767. https://sustainable-finance.nl/upload/researches/Bauer-et-al_International-Evidence-on-Ethical-Mutual-Fund-Peformance-and-Investment-Style.pdf
- Baarda, B., Bakker, E., Fischer, T., Julsing, M., Peters, V., van der Velden, T., & de Goede, M. (2013). *Basisboek Kwalitatief onderzoek: Handleiding voor het opzetten en uitvoeren van kwalitatief onderzoek*. (3 ed.) Noordhoff Uitgevers.
- Berg, F., Kölbl, J., & Rigobon, R. (2020) *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*. Working Paper. <https://www.eticanews.it/wp-content/uploads/2019/09/20190819MITdivergenceESGratings.pdf>
- Beukeboom, M. (2019). *Draag uw (vastgoed)steentje bij* [Voordracht]. Vastgoedlezing, Amsterdam, Nederland. https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/publicaties/De_Vastgoedlezing_2019.pdf
- Building Research Establishment (z.d.) *What is BREEAM?* Geraadpleegd van www.breeam.com op 9 december.
- Brounen, D., & Marcato, G. (2019) *Sustainable Insights in Public Real Estate Performance: ESG Scores and Effects in REIT Markets*. Berkeley Lab, 114.
<https://buildings.lbl.gov/sites/default/files/ESG%20measures%20FinalVersion.pdf>
- Campbell, J. (2007) *Why should corporations behave in socially responsible way? An institutional Theory of corporate social responsibility*. *Academy of Management Review*, 32(3), 946-967.
- Cajias, M., Fuerst, F., McAllister, P., & Nanda, A. (2012). *Do responsible real estate companies outperform their peers?* *International Journal of Strategic Property Management*, 18(1), 11–27.
- Chegut, A., Eichholtz, P., & Kok, N. (2013). *Supply, Demand and the Value of Green Buildings*. *Urban Studies*, 51(1), 22–43.
- Chegut, A., Eichholtz, P., & Kok, N. (2019). *The price of innovation: An analysis of the marginal cost of green buildings*. *Journal of Environmental Economics and Management*, 98(1), 102248.
- Chegut, A. & Kok, N. (2011) *A global perspective on green value in commercial Property*. *BOSS magazine*, 4, p. 37-49.
- Colliers International (2019) *Verduurzaming kantoorvastgoed beleggersperspectief*. Amsterdam. Nederland. <https://www.colliers.com/nl-nl/research/20191029duurzaamheidkantoren>
- Cox, K. G. J. (2017). *Effect van duurzaamheid op de huurprijs en de vertaling naar de waardering van kantoren in Nederland* (Scriptie). Master in Economische Geografie, Universiteit Utrecht, Utrecht.
<http://dspace.library.uu.nl/handle/1874/354122>
- Cuppen, J. (2011) *Private en institutionele beleggers samen in één privaat vastgoedfonds: een verkennend onderzoek naar de mogelijkheden tot het structureren van één privaat vastgoedfonds voor zowel private als institutionele beleggers*. (Scriptie). Master in Real Estate, Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam.
<https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/mre/11/Cuppen.pdf>

- Debels, T. (2006). *Behavioral Finance, Motivatiepsychologie achter beleggen*. Apeldoorn: Garant.
- Devine, A. & Kok, N. (2015) *Green Certification and building performance: Implications for tangibles and intangibles*. *Journal of Portfolio Management*, 41(6), 151-163.
- De Nederlandse Bank. Database beleggingsinstellingen. Geraadpleegd via <https://www.dnb.nl/statistieken/data-zoeken/#/> op 21 maart 2021.
- Economisch Instituut voor de Bouw. (2020, juli). *Verduurzaming van de kantorenvorraad, een verkenning van de toekomstige energetische prestaties in de verschillende scenario's*. https://www.eib.nl/pdf/Verduurzaming%20van%20de%20kantorenvorraad_web.pdf
- Eichholtz, P.; Kok, N.; & Yonder, E. (2012) *Portfolio greenness and the financial performance of REITs*. *Journal of International Money and Finance*, 31(7), 1911–1929.
- Eichholtz, P. M. A., Kok, N., & Quigley, J. M. (2010). *Doing Well by Doing Good: Green Office Buildings*. *American Economic Review*, 100(5), 2492-2509.
- Eichholtz, P., Holtermans, R., & Kok, N. (2019). *Environmental Performance of Commercial Real Estate: New Insights into Energy Efficiency Improvements*. *Journal of Portfolio Management*, 45(7), 113-129.
- Falkenbach, H., Lindholm, A-L., & Schleich, H. (2010). *Environmental Sustainability: Drivers for the Real Estate Investor*. *Journal of Real Estate Literature*, 18(2), 201-223.
- Friede G., Busch, T. & Bassen, A., (2015) *ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies*. *Journal of Sustainable Finance & Investment*
https://www.sustainablefinance.ch/upload/cms/user/201512_JSustFinance_MetastudyPerformance.pdf
- Geltner, D., Clayton, J., Eichholtz, P. M. A., & Miller, N. (2013). *Commercial Real Estate Analysis and Investments* (3rd ed.). Boston, Massachusetts, Verenigde Staten: Cengage Learning, Inc.
- GRESB. (z.d.). GRESB ASSESSMENTS. WWW.GRESB.COM. Geraadpleegd van <https://gresb.com/gresb-assessments> op 5 november 2020.
- GRESB. (z.d.) 2020 Real Estate Results. www.gresb.com. Geraadpleegd op 30 november 2020, van <https://gresb.com/2020-real-estate-results>
- Hamilton, S., Jo, H., & Statman, M. (1993) *Doing well while doing good? The investment performance of socially responsible mutual funds*. *Financial Analysts Journal* 49 (6), 62–66.
- Heineke, W.M.H. (2018). *Energielabels en de huurprijs van kantoren in Nederland* (Scriptie). Master of Science in Real Estate, Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam.
https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/18-1/Heineke_WMH.pdf
- Horváthová, E. (2009) *Does Environmental Performance Affect Financial Performance? A Meta-Analysis*. *Ecological Economics* 70 (1): 52–59.
- ING Economisch Bureau. (2014) *Energiebesparing in bestaand vastgoed, energiezuinige gebouwen worden de norm door wensen vastgoedgebruikers en regelgeving overheid*. ING Economisch bureau. Amsterdam.
https://www.ing.nl/media/ING%20-%20Energiebesparing%20in%20bestaand%20vastgoed%20-%20maart%202014_tcm162-32707.pdf
- Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (2012) *INREV Style Classification*, Revised Version, Amsterdam.
https://www.inrev.org/system/files/2016-12/INREV_Fund_Style_Classification_Report.pdf

Ionașcu E, Mironiuc M, Anghel I, & Huian MC. (2020) *The Involvement of Real Estate Companies in Sustainable Development—An Analysis from the SDGs Reporting Perspective*. Sustainability. 12(3).798

Klajj-Van der Zee, M. (2020). *Duurzaamheid in het bankwezen, Hoe kan een bank haar klanten motiveren om te investeren in duurzaam vastgoed?*. Master of Science in Real Estate, Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam. https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/MSRE/19-1/Klajj_van_Zee_MM.pdf

Klapwijk, A. Nijskens, R., & Buitelaar, E. (2017) *De omvang van de vastgoedbeleggingsmarkt in Nederland*. Amsterdam. https://www.pbl.nl/sites/default/files/downloads/ASRE_Paper-2017-06-augustus2017_De_omvang_van_de_vastgoedbeleggingsmarkt_in_Nederland.pdf

Kahneman, D. (2011). *Ons onfeilbare denken: Thinking fast and slow*. (39^e druk) Amsterdam: Bussiness Contact.

Kahneman, D., & Riepe, M. (2012) *Aspects of Investor Psychology, Beliefs, preferences, and biases investment advisors should know about*. Journal of Portfolio Management. 24(4), 1-21.

Keeping, M. (2000), *What about the demand? Do investors want 'sustainable buildings?'*. <https://www.irbnet.de/daten/iconda/CIB4666.pdf>

Kok, N., & Jennen, M. (2010), *De waarde van energiezuinigheid en bereikbaarheid, een analyse van de Nederlandse kantorenmarkt*. Space (41), 228-243. <http://feweb.uvt.nl/pdf/brounen/Jennen%20en%20Kok.pdf>

Kok, N. & Jennen, M. (2012). *The impact of energy labels and accessibility on office rents*. Energy Policy, 46, 489-497. <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0301421512003151>

Lawrence, A. T. & Morell. D. (1995) *Leading-edge environmental management: Motivation, opportunity, resources, and processes*. Research in corporate social performance and policy: 99-126

Leskinen, N., Vimpari, J., & Junnila, S. (2020). *A Review of the Impact of Green Building Certification on the Cash Flows and Values of Commercial Properties*. Sustainability, 12(7), 2729.

Margolis, J.D. Elfenbein, H. A., & Walsch, J.P. (2007) *Does it pay to be good? A meta-analysis and redirection of research on the relationship between corporate social and financial performance*. Ann Arbor, 1001(48109–1234), onbekend. <https://ssrn.com/abstract=1866371>

Matisoff, D. Noonan, D. & Flowers, M. (2016) *Review of Environmental Economics and Policy*. Policy Monitor—Green Buildings: Economics and Policies, 10(2), 329-346. https://www.researchgate.net/publication/307877966_Green_Buildings_Economics_and_Policies

McArthur, J. W. (2014). *The Origins of the Millennium Development Goals*. SAIS Review of International Affairs, 34(2), 5–24. <http://ungoals.org/documents/SAISreview2014mcarthur.pdf>

MSCI (z.d.) *What is an MSCI ESG Rating?* Geraadpleegd via <https://www.msci.com/our-solutions/esg-investing/esg-ratings-op-21-maart-2021>.

MSCI (z.d.) *MSCI KLD 400 Social Index*. Geraadpleegd via www.msci.com/msci-kld-400-social-index op 9 december.

MSCI (z.d.) *MSCI ACWI Sustainable Impact Index*. Geraadpleegd via <https://www.msci.com/msci-acwi-sustainable-impact-index> op 21 maart 2021.

Prast, H. M. (2003). *Gedragseconomie: De rol van psychologie op financiële markten*. (DNB Onderzoeksrapporten; No. 62). De Nederlandsche Bank. https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/1273249/gedragseconomie_de_rol.pdf

Principles for Responsible Investment (2020) An introduction to responsible investment.

<https://www.unpri.org/download?ac=10287>

Pricewaterhouse Coopers. (2016). *Verantwoord beleggen en investeren, Een onderzoek naar de toepassing van ESG in private equity*. Amsterdam. <https://www.pwc.nl/nl/assets/documents/pwc-verantwoord-beleggen-en-investeren.pdf>

Raworth, K. (2017). *Donut economie, in zeven stappen naar een economie voor de 21^e eeuw*. (10^e druk) Amsterdam: Nieuw Amsterdam.

Refinitive (z.d.) *Environmental, social, and governance (ESG) indices*. Geraadpleegd via www.refinitiv.com/en/financial-data/indices/esg-index op 9 december 2020.

Reichardt, A. (2014) *Operating Expenses and the Rent premium of energy Star and LEED Certified Buildings in the Central and Eastern U.S.* The Journal of Real Estate Finance and Economics, 49, 413–433.

Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (25 januari 2021) *Energielabel C kantoren*. Geraadpleegd via <https://www.rvo.nl/onderwerpen/duurzaam-ondernemen/gebouwen/wetten-en-regels/bestaande-bouw/energielabel-c-kantoren> op 28 maart 2021.

Rijksdienst voor Ondernemend Nederland (17 februari 2021). *Energieprestatie indicatoren - BENG*. Geraadpleegd via <https://www.rvo.nl/onderwerpen/duurzaam-ondernemen/gebouwen/wetten-en-regels/bestaande-bouw/energielabel-c-kantoren> op 28 maart 2021.

Social Impact Investment Taskforce (2014) *Allocating for impact, Subject Paper of the Asset Allocation Working Group*. <https://www.bridgesfundmanagement.com/wp-content/uploads/2017/08/Allocating-for-Impact-Subject-Paper-of-the-Asset-Allocation-Working-Group.pdf>

Sustainalytics. (z.d.) *ESG Risk Ratings*. Geraadpleegd via <https://www.sustainalytics.com> op 21 maart 2021.

Taskforce on Social Impact Investment (2014) *Impact Investment: The Invisible Heart of Markets. Harnessing the power of entrepreneurship, innovation and capital for public good*. [https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/resources/Impact%20Investment%20Report%20FINAL\[3\]_0.pdf](https://www.aspeninstitute.org/wp-content/uploads/files/content/docs/resources/Impact%20Investment%20Report%20FINAL[3]_0.pdf)

Turban D. B., & Greening D. W. (1997). *Corporate social performance and organizational attractiveness to prospective employees*. Academy of Management Journal 40: 658–672.

United Nations Environment Program Finance Initiative (2011). *Implementing responsible property investment strategies*. Genève. www.unepfi.org/fileadmin/documents/responsible_property_toolkit4.pdf.

United Nations Environment Program Finance Initiative (2016) *Sustainable Real Estate investment Implementing the Paris Climate Agreement: An action framework*. Genève. <https://www.unepfi.org/fileadmin/documents/SustainableRealEstateInvestment.pdf>

U.S. Green Building Council. (z.d.) *LEED rating system*. Geraadpleegd via <https://www.usgbc.org/leed> op 30 november 2020.

US Environmental Protection Agency. (z.d.) *What is ENERGY STAR*. Geraadpleegd van www.energystar.gov/about op 1 december 2020.

Van Beurden, P. & Goessling, T. (2008) *The worth of values - A literature review on the relation between corporate social and financial performance*. Journal of Business Ethics, 82(2), 407-424.

Van den Brom, P.I. (2020) *Energy in Dwellings: A comparison between Theory and Practice*. Doctoral thesis Housing Quality and Process Innovation, TU Delft, Delft. <http://resolver.tudelft.nl/uuid:db6f4a31-efb9-4917-8f14-60837739a14b>

Van Gool, P., Jager, P., Theebe, M., & Weisz, R. (2013). *Onroerend goed als belegging* (5 ed.). Groningen, Nederland: Noordhoff Uitgevers

Van de Velde, C., De Coen, F., & Lesage, D. (2019). *Van de Millennium Development Goals naar de Sustainable Development Goals: een functionele, ideologische en institutionele verschuiving?* (Scriptie) Master in EU-Studies, Universiteit Gent, Gent. https://libstore.ugent.be/fulltxt/RUG01/002/785/534/RUG01-002785534_2019_0001_AC.pdf

Vlasveld, M. (2013). *Sustainable retail performance : sustainability and the performance of a retail property investment portfolio*. (Scriptie). Master of Real Estate, Amsterdam School of Real Estate, Amsterdam. <https://files.vastgoedbibliotheek.nl/Server/getfile.aspx?file=docs/mre/12/Vlasveld.pdf>

Vlek, P., J. & Rust, W. (2018) *Investeren in vastgoed, grond en gebieden*, (5e ed.). Delft, Nederland: Spryg.

World Commission on Environment and Development. (1987). *Our Common Future, From One Earth to One World*. <http://www.un-documents.net/ocf-ov.htm>

Waarom duurzaam beleggen? - Bijlagen

Inhoud

1	Enquête - Waarom duurzaam beleggen?.....	50
2	Dataset Enquête.....	54
3	Bijlage 3 Expertinterview – Waarom duurzaam beleggen?	90
4	Bijlage 4 Uitwerking Expertinterview	92
4.1	Expertinterview Marcel Engelbertink.....	92
4.2	Interview Asset Manager Institutionele belegger	98
4.3	Expertinterview Bart Scholten van APF International	102

1 Enquête - Waarom duurzaam beleggen?

Toelichting Deel 1

Het eerste deel van deze enquête verzamelt algemene informatie over de organisatie waarvoor u werkt. De resultaten van deze enquête worden anoniem verwerkt in het onderzoek, naam van respondent en de organisatie worden alleen gebruikt voor registratie doeleinden tijdens het onderzoek en niet gepubliceerd in de uiteindelijke scriptie.

Wat is uw naam?

(Deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Wat is uw functie?

(Deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Voor welke organisatie bent u werkzaam?

(Deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Bij wat voor soort organisatie werkt u?

- De organisatie waarvoor ik werk is een institutionele belegger.
- De organisatie waarvoor ik werk is een private belegger.
- Anders, namelijk...

In welke vorm wordt er belegd in vastgoed binnen uw organisatie?

- De organisatie waarvoor ik werk, belegt direct in vastgoed.
- De organisatie waarvoor ik werk, belegt indirect in vastgoed.
- De organisatie waarvoor ik werk, belegt zowel direct als indirect in vastgoed.
- Anders, namelijk...

Van welke vehikels maakt uw organisatie gebruik?

(meerdere antwoorden mogelijk)

- Aankopen van objecten (stenen)
- Vermogenstitels (participaties, aandelen e.d.)
- Aandelen in beursgenoteerde fondsen
- Aandelen in niet-beursgenoteerde fondsen
- Anders, namelijk...

Welke stijl van beleggen is van toepassing op uw organisatie?

(meerdere antwoorden mogelijk)

- Passief (institutionele beleggingsstijl)
- Actief (institutionele beleggingsstijl)
- Core (private beleggingsstijl)
- Value-Add (private beleggingsstijl)
- Opportunistisch (private beleggingsstijl)

In welke sector(en) wordt er belegd in uw organisatie?

(meerdere antwoorden mogelijk)

- Kantoren
- Logistiek
- Winkels
- Woningen

- Anders, namelijk...

Welke beleggingshorizon is kenmerkend voor uw organisatie?

- Een korte horizon van minder dan 5 jaar.
- Een middellange horizon van circa 5 tot 10 jaar.
- Een lange horizon van 10 jaar of langer.

Welke houding ten opzichte van duurzaamheid is van toepassing op uw organisatie?

- Vooral intrinsiek gemotiveerd om tot een duurzame portefeuille te komen.
- Vooral gemotiveerd vanuit rivaliteit en wens om voordeel te behouden ten opzichte van anderen.
- Vooral extrinsiek gedreven door marktvraag van huurders en overheidsregulering.

Toelichting Deel 2

Het volgende onderdeel gaat verder in op uw persoonlijke mening over het beleggen in duurzaamheid als organisatie. Duurzaam beleggen wordt in dit onderzoek gedefinieerd, als vorm van beleggen waarbij er wordt voorzien in behoeften van vandaag de dag, zonder toekomstige generaties te kort te doen. En strekt zich daarbij uit over alle 17 Social Development Goals, geformuleerd door de VN, o.a. geen armoede, goed onderwijs, duurzame energie, schoon water enzovoorts...

Duurzaam beleggen betekent volgens mij, ...

- Een lager rendement, de vereiste investering laat zich niet terugverdienen door hogere huren of een hogere verkoopwaarde.
- Een hoger rendement, de vereiste investering laat zich terugverdienen door hogere huren of een hogere verkoopwaarde.

Duurzaam beleggen heeft volgens mij de volgende voordelen:

(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

1. Lagere operationele kosten
2. Hogere huren
3. Hogere verkoopwaarde
4. Minder leegstand
5. Minder risico
6. Betere mogelijkheid voor branding/positionering van het object
7. Anders, namelijk...

Duurzaam beleggen heeft volgens mij de volgende nadelen:

(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

1. Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed
2. Onvoldoende overheidssteun beschikbaar
3. Onvoldoende publiek besef van het belang
4. Ontbreken van voldoende marktvraag naar duurzame objecten
5. Het ontbreken van een universele standaard
6. Te weinig kundige adviseurs
7. Anders, namelijk...

De volgende zaken hebben volgens mij een grote invloed op de mate van duurzaam beleggen voor een organisatie:

(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

1. Soort belegger (institutioneel/privaat)

2. Beleggingsstijl (actief, passief, core, value-add of opportunistisch)
3. Beleggingshorizon
4. Wijze van financieren (leverage en invloed financier)
5. Regelgeving vanuit overheidswege

Als het gaat over de relatie tussen rendement en duurzaamheid, dat is het volgende van belang en onvoldoende bekend in de sector...

Toelichting Deel 3

Het derde deel van deze enquête gaat vooral in op de drijfveren en belemmeringen achter het duurzaam beleggen als organisatie.

Duurzaam beleggen wordt vooral gemotiveerd vanuit ...

- Externe drijfveren, zoals regelgeving vanuit de overheid, eisen van financiers en vraag vanuit de markt
- Interne drijfveren, zoals morele overtuiging, beleid en stakeholders
- Belangrijkste drijfveer achter duurzaam beleggen is...
- De overtuiging die een organisatie heeft, zoals bijvoorbeeld de maatschappelijke verantwoordelijkheid van een pensioenfonds doordat het vermogen een collectief goed betreft.
- De druk van buitenaf om van duurzaam beleggen werk te maken, zoals bijvoorbeeld de eis van een C-label per 2023.
- De vraag vanuit de gebruikers, bijvoorbeeld een huurder die bij een verlenging een A-label of BREEAM-certificaat vraagt.
- De druk van aandeelhouders, die een bepaalde standaard verwachten zoals Corporate Social Responsibility.

Duurzaam beleggen in een organisatie wordt vooral gemotiveerd door:

(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

- Morele verantwoordelijkheid van de organisatie
- Traditie of (bedrijfs-)cultuur in een organisatie
- Het belang dat aandeelhouders van de organisatie hieraan hechten
- Beleid of bedrijfsbelang van een organisatie
- Doelstellingen van een organisatie
- Anders, namelijk ...

Duurzaam beleggen in een organisatie wordt vooral belemmerd doordat:

(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

1. Altijd de vergelijking wordt gemaakt met een conventionele investering
2. Duurzaamheid slechts een kleine winst kan brengen
3. Het niet resulteert in een hoger rendement.
4. Het de bestaande praktijk in de vastgoedwereld is.
5. Er een hoger risico mee gepaard gaat.
6. Anders, namelijk ...

Duurzaam beleggen is nog niet de standaard in vastgoedsector, doordat:

- Veel van de onderzoeken naar de relatie tussen duurzaamheid en rendement niet bekend zijn bij beleggers.
- De onderzoeken die internationaal zijn uitgevoerd, niet aansluiten bij de Nederlandse praktijk.
- De onderzoeken hebben, de beleggers actief op de Nederlandse markt, niet overtuigd.
- Er een vertraging zit in de academische resultaten en de acceptatie in praktijk.

- Er in Nederland sprake is van een split-incentive, het verschil tussen wie de investering betaald en wie het financieel voordeel heeft.
- Anders, namelijk...

Duurzaam beleggen wordt wel de standaard in de vastgoedsector binnen een periode van...

- 5 jaar
- 10 jaar
- 15 jaar
- Anders, namelijk...

Wat zou er moeten veranderen, om het voor beleggers aantrekkelijker te maken om meer te investeren in duurzaamheid.

Afsluiting

In het volgende onderdeel worden nog enkele afrondende vragen gesteld.

Welk onderdeel over de relatie tussen duurzaamheid en rendement en wat beleggers motiveert en belemmert, is onderbelicht gebleven in deze enquête?

(Onderstaand heeft u de mogelijkheid hierop te reageren)

Mag er naar aanleiding van deze enquête contact opgenomen worden voor een verdiepend interview?

- Ja
- Nee

En tot slot

Hartelijk dank voor het invullen van deze enquête! Als u het onderzoeksrapport na afronding van de scriptie wenst te ontvangen kunt u onderstaand uw emailadres invullen.

2 Dataset Enquête

Scriptie - Waarom duurzaam beleggen?

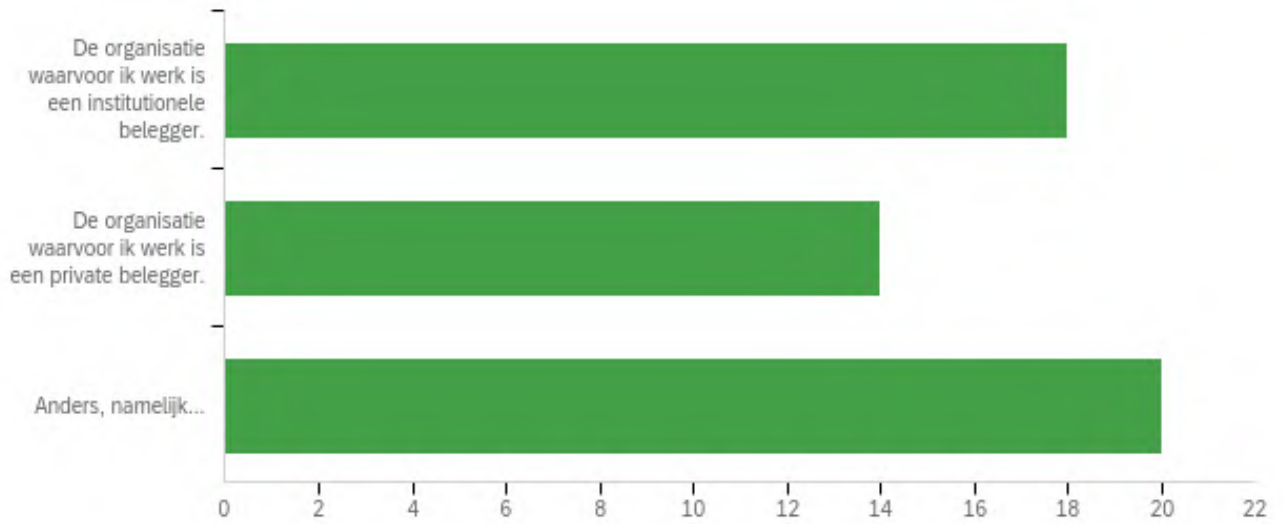
25 februari 2021

Wat is uw naam? (deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Wat is uw functie? (deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Voor welke organisatie bent u werkzaam? (deze gegevens worden niet gepubliceerd)

Bij wat voor soort organisatie werkt u?



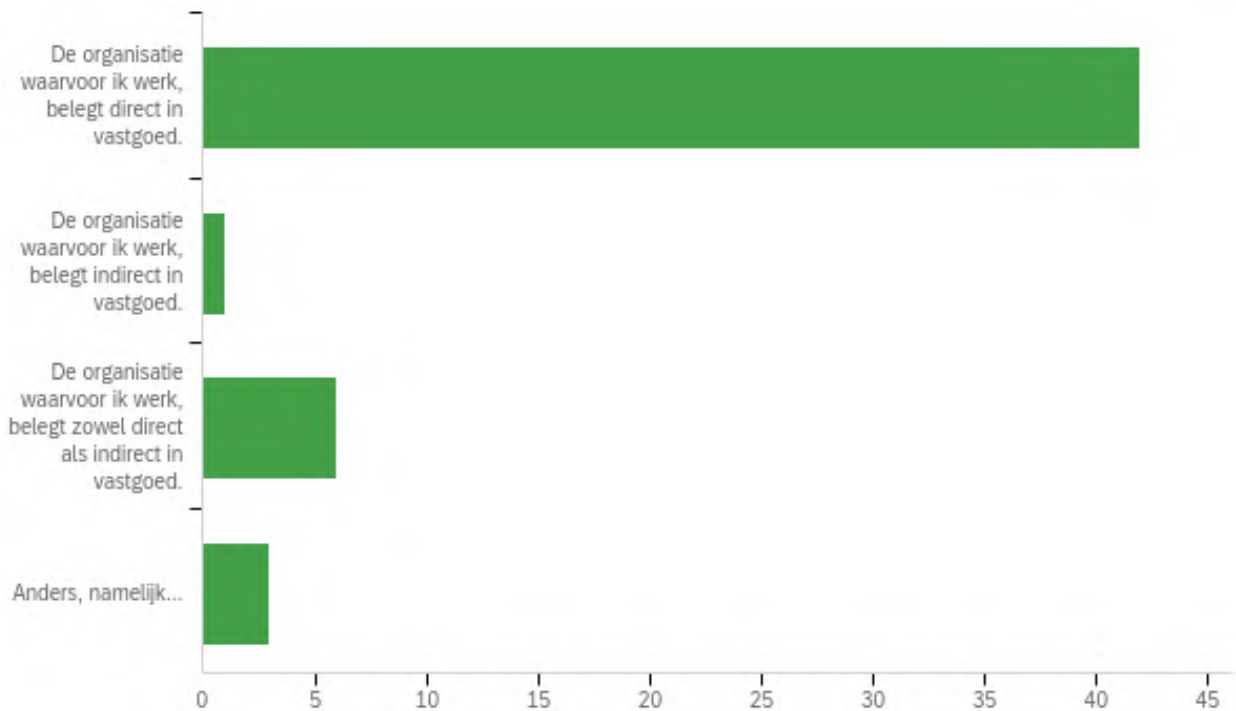
#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Bij wat voor soort organisatie werkt u? - Selected Choice	1.00	3.00	2.04	0.85	0.73	52

#	Answer	%	Count
1	De organisatie waarvoor ik werk is een institutionele belegger.	34.62%	18
2	De organisatie waarvoor ik werk is een private belegger.	26.92%	14
3	Anders, namelijk...	38.46%	20
	Total	100%	52

Anders, namelijk... - tekst
Vastgoedmanagementorganisatie voor div. beleggers
Beursgenoteerd/privaat
Corporatie

Ontwikkelaar voor private en institutionele beleggers
Overheid
Het is een investment manager die werkt met zowel kapitaal van institutionele beleggers, als ook van private beleggers
Adviseur/ Asset Manager
Publieke sector
Investment manager en ontwikkelaar
Investment Manager
Gebiedsontwikkeling met een woningfonds
Private ontwikkelaar/ belegger
Investment management/ beleggen investeringen van derden
Een asset en investment organisatie
Investment manager
Asset en Fund manager
Fondsmanager
Investment manager
Managementorganisatie waarbij vaak, maar niet altijd risicodragend wordt geparticipeerd in het vastgoed onder management.
Asset Manager voor 2 logistieke fondsen (gefund door Private equity, Private Banking)

In welke vorm wordt er belegd in vastgoed binnen uw organisatie?



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	In welke vorm wordt er belegd in vastgoed binnen uw organisatie? - Selected Choice	1.00	4.00	1.42	0.91	0.82	52

#	Answer	%	Count
1	De organisatie waarvoor ik werk, belegt direct in vastgoed.	80.77%	42
2	De organisatie waarvoor ik werk, belegt indirect in vastgoed.	1.92%	1
3	De organisatie waarvoor ik werk, belegt zowel direct als indirect in vastgoed.	11.54%	6
4	Anders, namelijk...	5.77%	3
	Total	100%	52

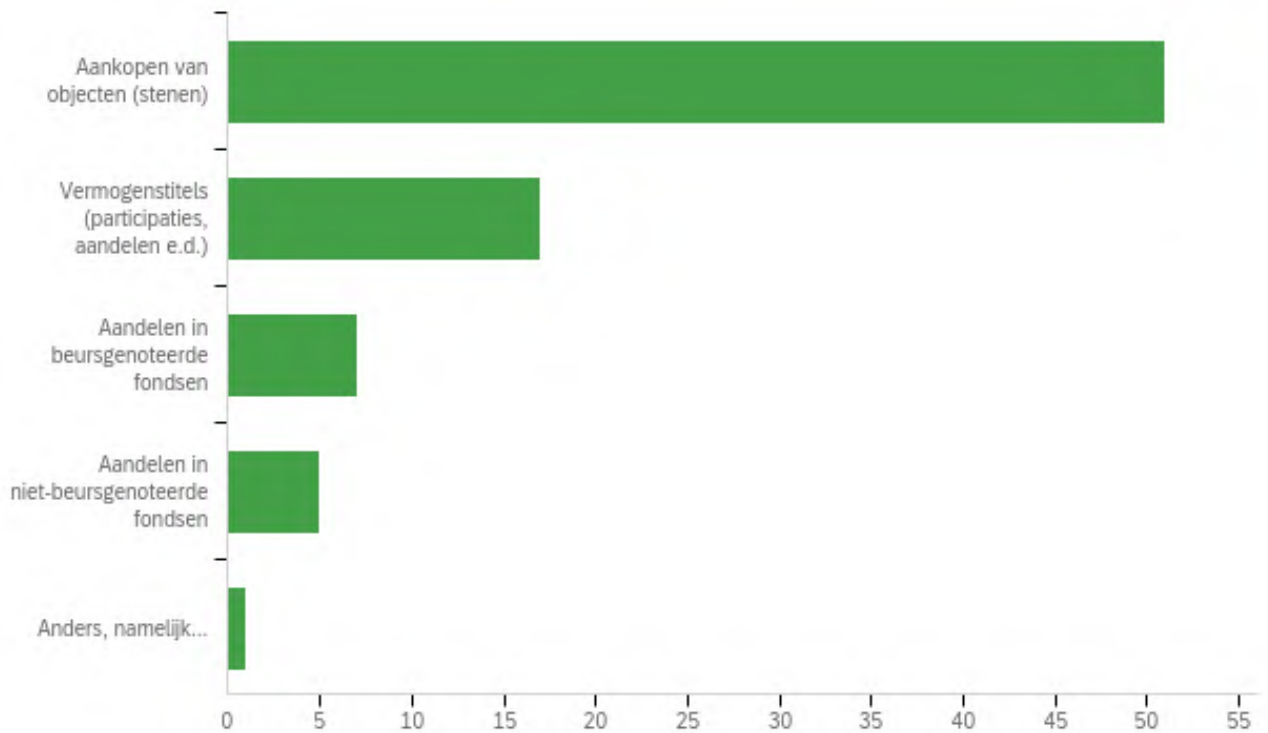
Anders, namelijk... - tekst

Opdrachtgevers van ons beleggen in direct vastgoed

De organisatie is beheerder, belegt dus niet zelf

Mijn organisatie werkt voor een organisatie die direct belegt in vastgoed

Van welke vehikels maakt uw organisatie gebruik? (meerdere antwoorden mogelijk)

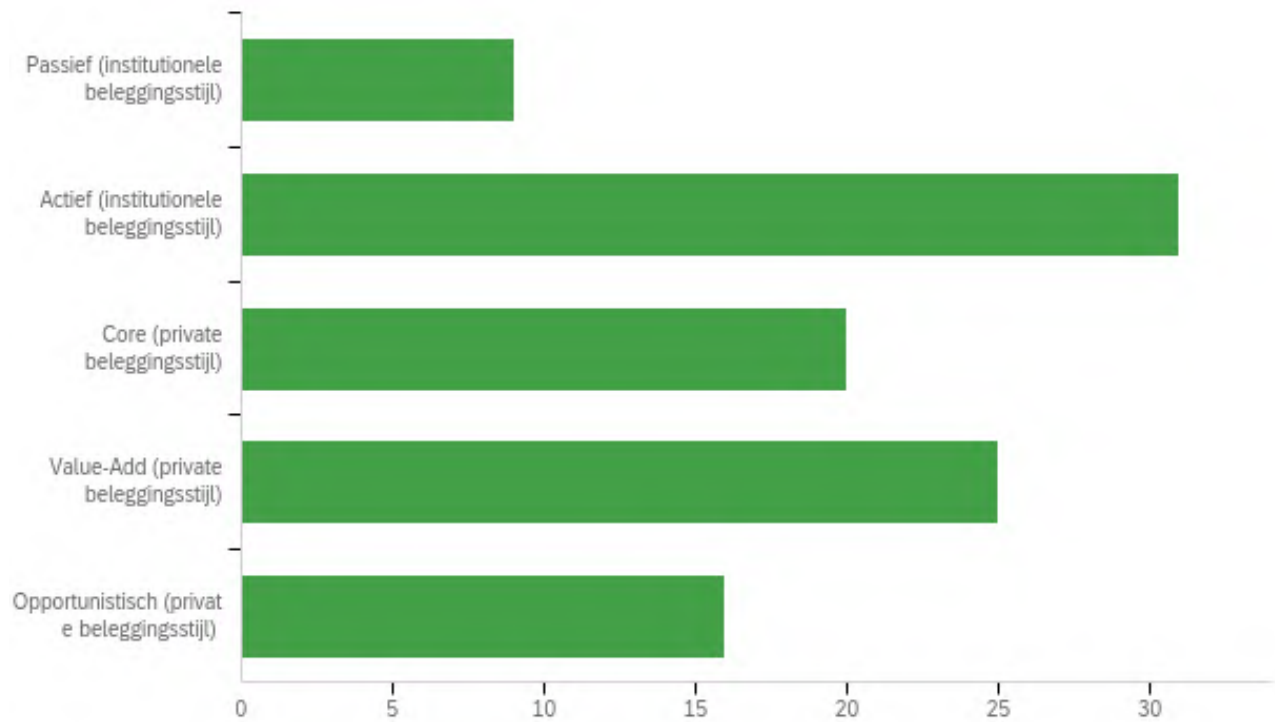


#	Answer	%	Count
1	Aankopen van objecten (stenen)	62.96%	51
2	Vermogenstitels (participaties, aandelen e.d.)	20.99%	17
3	Aandelen in beursgenoteerde fondsen	8.64%	7
4	Aandelen in niet-beursgenoteerde fondsen	6.17%	5
5	Anders, namelijk...	1.23%	1
	Total	100%	81

Anders, namelijk... - tekst

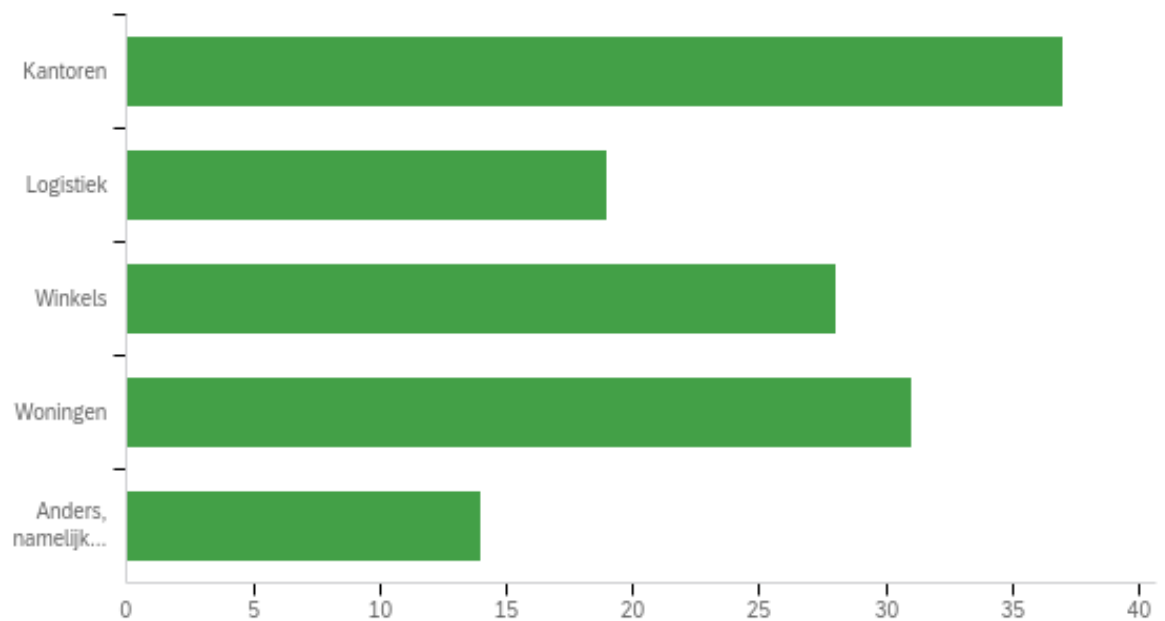
Ontwikkelen van nieuwe objecten

Welke stijl van beleggen is van toepassing op uw organisatie? (meerdere antwoorden mogelijk)



#	Answer	%	Count
1	Passief (institutionele beleggingsstijl)	8.91%	9
2	Actief (institutionele beleggingsstijl)	30.69%	31
3	Core (private beleggingsstijl)	19.80%	20
4	Value-Add (private beleggingsstijl)	24.75%	25
5	Opportunistisch (private beleggingsstijl)	15.84%	16
	Total	100%	101

In welke sector(en) wordt er belegd in uw organisatie? (meerdere antwoorden mogelijk)

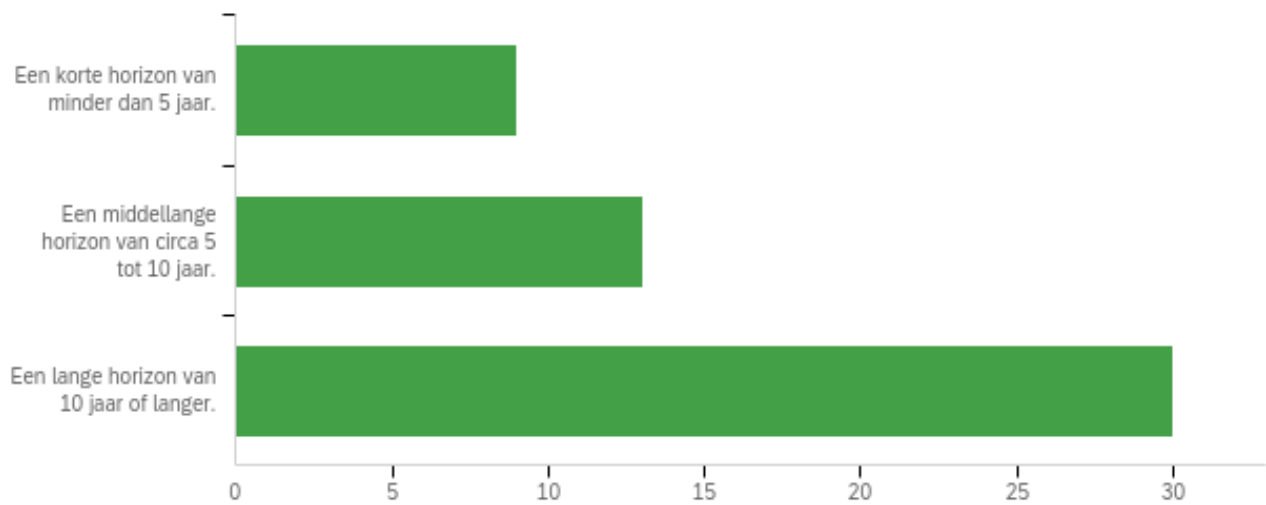


#	Answer	%	Count
1	Kantoren	28.68%	37
2	Logistiek	14.73%	19
3	Winkels	21.71%	28
4	Woningen	24.03%	31
5	Anders, namelijk...	10.85%	14
	Total	100%	129

Anders, namelijk... - tekst
Voornamelijk wonen
Bedrijfsruimte
Hospitality
Zorg / Maatschappelijk vastgoed
Bedrijfsruimten/Light industrial
Alles wat nodig is voor gebiedsontwikkeling
Science Parks, agrarisch vastgoed (grond)
Hotels
Parkeergarages en smart cities

Zorg en Hotels
Hotels, multi-let light industrial, age care, data-centers
Hotels
Light Industrial
Zorg en recreatie

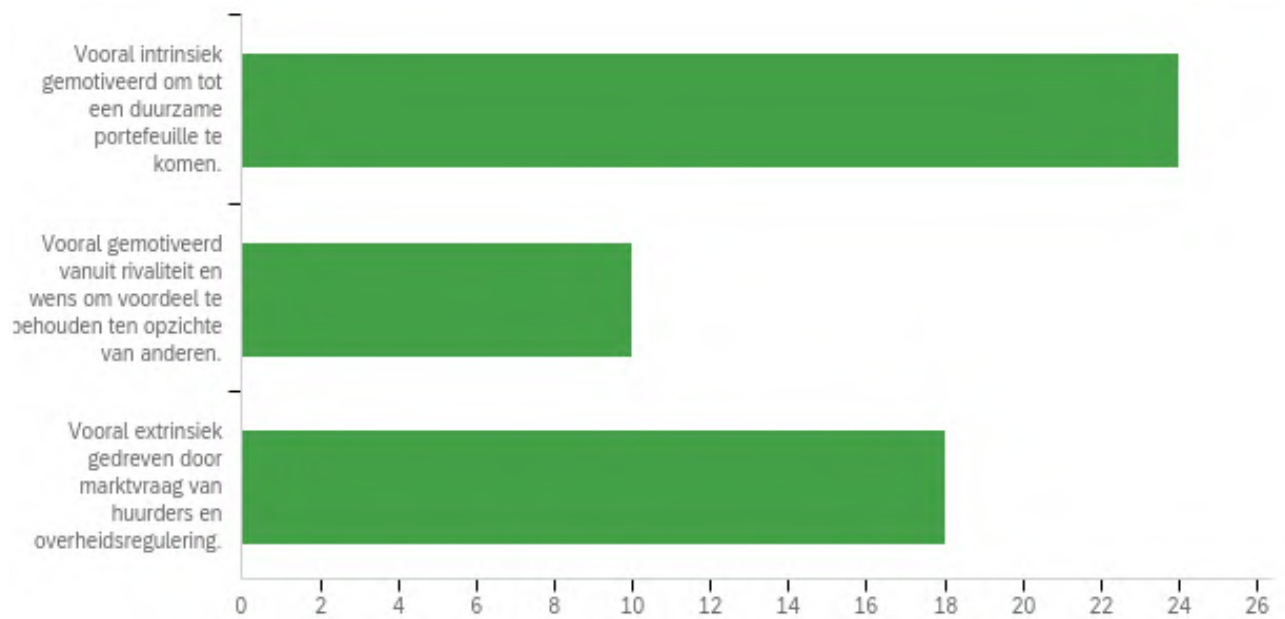
Welke beleggingshorizon is kenmerkend voor uw organisatie?



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Welke beleggingshorizon is kenmerkend voor uw organisatie?	1.00	3.00	2.40	0.77	0.59	52

#	Answer	%	Count
1	Een korte horizon van minder dan 5 jaar.	17.31%	9
2	Een middellange horizon van circa 5 tot 10 jaar.	25.00%	13
3	Een lange horizon van 10 jaar of langer.	57.69%	30
	Total	100%	52

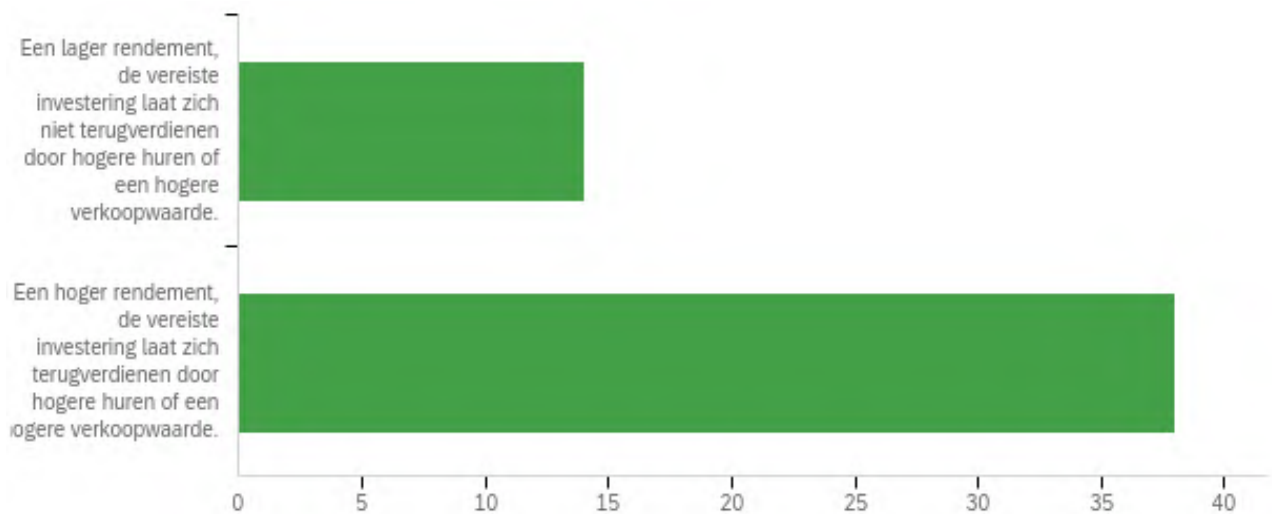
Welke houding ten opzichte van duurzaamheid is van toepassing op uw organisatie?



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Welke houding ten opzichte van duurzaamheid is van toepassing op uw organisatie?	1.00	3.00	1.88	0.89	0.79	52

#	Answer	%	Count
1	Vooral intrinsiek gemotiveerd om tot een duurzame portefeuille te komen.	46.15%	24
2	Vooral gemotiveerd vanuit rivaliteit en wens om voordeel te behouden ten opzichte van anderen.	19.23%	10
3	Vooral extrinsiek gedreven door marktvraag van huurders en overheidsregulering.	34.62%	18
	Total	100%	52

Duurzaam beleggen betekent volgens mij, ...



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Duurzaam beleggen betekent volgens mij, ...	1.00	2.00	1.73	0.44	0.20	52

#	Answer	%	Count
1	Een lager rendement, de vereiste investering laat zich niet terugverdienen door hogere huren of een hogere verkoopwaarde.	26.92%	14
2	Een hoger rendement, de vereiste investering laat zich terugverdienen door hogere huren of een hogere verkoopwaarde.	73.08%	38
	Total	100%	52

Duurzaam beleggen heeft volgens mij de volgende voordelen: (Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)



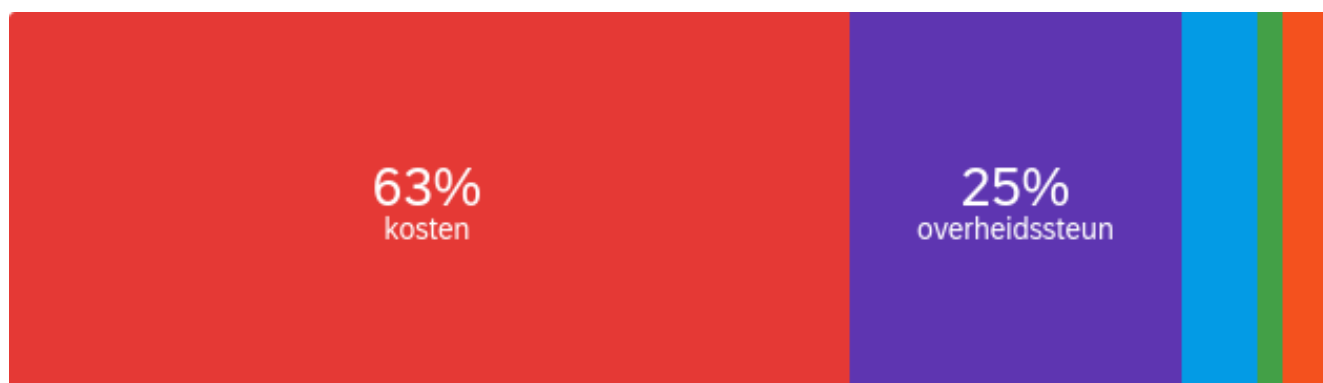
■ kosten
 ■ huur
 ■ verkoopwaarde
 ■ leegstand
 ■ risico
 ■ branding

#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Lagere operationele kosten	1.00	7.00	3.38	1.70	2.89	52
2	Hogere huren	1.00	6.00	3.62	1.71	2.93	52
3	Hogere verkoopwaarde	1.00	7.00	3.48	1.49	2.21	52
4	Minder leegstand	1.00	7.00	4.17	1.49	2.22	52
5	Minder risico	1.00	6.00	4.00	1.83	3.35	52
6	Betere mogelijkheid voor branding/positionering van het object	1.00	7.00	2.85	1.90	3.59	52
7	Anders, namelijk...	1.00	7.00	6.50	1.55	2.40	52

#	Question	1	2	3	4	5	6	7	Total							
1	Lagere operationele kosten	15.3 8%	8	21.1 5%	1	17.3 1%	9	21.1 5%	1	7.69 %	4	15.3 8%	8	1.92 %	1	52
2	Hogere huren	15.3 8%	8	15.3 8%	8	17.3 1%	9	13.4 6%	7	21.1 5%	1	17.3 1%	9	0.00 %	0	52
3	Hogere verkoopwaarde	9.62 %	5	17.3 1%	9	23.0 8%	1	28.8 5%	1	11.5 4%	6	5.77 %	3	3.85 %	2	52
4	Minder leegstand	1.92 %	1	15.3 8%	8	19.2 3%	1	15.3 8%	8	25.0 0%	1	21.1 5%	1	1.92 %	1	52

5	Minder risico	15.3 8%	8	13.4 6%	7	7.69 %	4	9.62 %	5	26.9 2%	1 4	26.9 2%	1 4	0.00 %	0	52
6	Betere mogelijkheid voor branding/positi onering van het object	38.4 6%	2 0	13.4 6%	7	13.4 6%	7	11.5 4%	6	7.69 %	4	13.4 6%	7	1.92 %	1	52
7	Anders, namelijk...	3.85 %	2	3.85 %	2	1.92 %	1	0.00 %	0	0.00 %	0	0.00 %	0	90.3 8%	4 7	52

Duurzaam beleggen heeft volgens mij de volgende nadelen: (Bij deze vraag moet een rangschikking
aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)



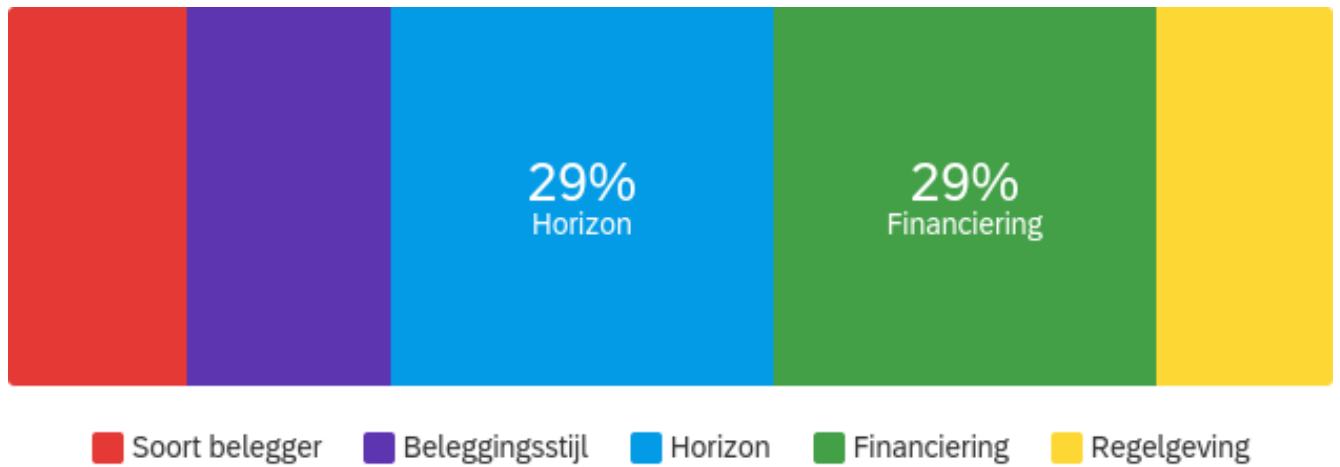
■ kosten
 ■ overheidssteun
 ■ publiek besef
 ■ marktvaag
 ■ universele standaard
■ adviseurs

#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed	1.00	6.00	1.62	1.11	1.24	52
2	Onvoldoende overheidssteun beschikbaar	2.00	7.00	3.69	1.47	2.17	52
3	Onvoldoende publiek besef van het belang	1.00	7.00	3.67	1.42	2.03	52
4	Ontbreken van voldoende marktvaag naar duurzame objecten	1.00	7.00	3.73	1.35	1.81	52
5	Het ontbreken van een universele standaard	1.00	7.00	3.69	1.64	2.67	52
6	Te weinig kundige adviseurs	1.00	6.00	5.04	1.43	2.04	52
7	Anders, namelijk...	1.00	7.00	6.56	1.54	2.36	52

#	Question	1		2		3		4		5		6		7		Total
1	Hogere initiële kosten/betaalbaarheid van duurzaam vastgoed	63.4 6%	3 3	25.0 0%	1 3	5.77 %	3	1.92 %	1	0.00 %	0	3.85 %	2	0.00 %	0	52

2	Onvoldoende overheidssteun beschikbaar	0.00 %	0	26.9 2%	1 4	26.9 2%	1 4	15.3 8%	8	13.4 6%	7	15.3 8%	8	1.92 %	1	52
3	Onvoldoende publiek besef van het belang	7.69 %	4	9.62 %	5	30.7 7%	1 6	26.9 2%	1 4	11.5 4%	6	11.5 4%	6	1.92 %	1	52
4	Ontbreken van voldoende marktvrage naar duurzame objecten	5.77 %	3	15.3 8%	8	17.3 1%	9	30.7 7%	1 6	25.0 0%	1 3	3.85 %	2	1.92 %	1	52
5	Het ontbreken van een universele standaard	11.5 4%	6	19.2 3%	1 0	13.4 6%	7	11.5 4%	6	34.6 2%	1 8	7.69 %	4	1.92 %	1	52
6	Te weinig kundige adviseurs	5.77 %	3	1.92 %	1	5.77 %	3	13.4 6%	7	15.3 8%	8	57.6 9%	3 0	0.00 %	0	52
7	Anders, namelijk...	5.77 %	3	1.92 %	1	0.00 %	0	0.00 %	0	0.00 %	0	0.00 %	0	92.3 1%	4 8	52

De volgende zaken hebben volgens mij een grote invloed op de mate van duurzaam beleggen voor een organisatie: (Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Soort belegger (institutioneel/privaat)	1.00	5.00	3.13	1.23	1.50	52
2	Beleggingsstijl (actief, passief, core, value-add of opportunistisch)	1.00	5.00	3.02	1.34	1.79	52
3	Beleggingshorizon	1.00	5.00	2.71	1.35	1.82	52
4	Wijze van financieren (leverage en invloed financier)	1.00	5.00	3.81	1.30	1.69	52
5	Regelgeving vanuit overheidswege	1.00	5.00	2.33	1.41	1.99	52

#	Question	1	2	3	4	5	Total
1	Soort belegger (institutioneel/privaat)	13.46% 7	15.38% 8	28.85% 15	28.85% 15	13.46% 7	52
2	Beleggingsstijl (actief, passief, core, value-add of opportunistisch)	15.38% 8	23.08% 12	25.00% 13	17.31% 9	19.23% 10	52
3	Beleggingshorizon	21.15% 11	32.69% 17	13.46% 7	19.23% 10	13.46% 7	52
4	Wijze van financieren (leverage en invloed financier)	3.85% 2	21.15% 11	9.62% 5	21.15% 11	44.23% 23	52

5	Regelgeving vanuit overheidswege	46.15 %	2 4	7.69%	4	23.08 %	1 2	13.46 %	7	9.62%	5	52
---	----------------------------------	---------	--------	-------	---	---------	--------	---------	---	-------	---	----

Als het gaat over de relatie tussen rendement en duurzaamheid, dat is het volgende van belang en onvoldoende bekend in de sector...

Als het gaat over de relatie tussen rendement en duurzaamheid, dat is het volgende van belang en onvoldoende bekend in de sector...
-
Geen toevoegingen
Daadwerkelijke impact omdat het meestal een variëteit aan maatregelen is
Zolang duurzaamheidsingrepen geen waardevermeerdering teweegbrengen blijft het financieel gezien kansloos. Oplossing hiervoor is wetgeving. Vanaf 2030 bijvoorbeeld alleen maar label B of beter
Dat het belangrijk is om complexen duurzamer te maken, omdat in de toekomst het verschil tussen rendementen op duurzame en niet duurzame complexen groter wordt. Bij verduurzaming stijgen de markthuren en Leegwaarden (taxateur) dit neemt alleen maar toe in de toekomst
Verduurzaming geeft geen direct beter rendement, maar het is eerder dat niet-verduurzaamde objecten steeds waardelozener worden
Korte termijn besparing c.q. het niet door investeren in verduurzaming gaat leiden tot meer kosten op de langere termijn.
Dat rendement niet per definitie te lijden heeft onder duurzaamheid.
Historische panden in binnensteden zijn iets minder duurzaam maar vaak 100 jaar oud. Wat is duurzamer: een stad met lelijke maar energiezuinige gebouwen, of een stad met mooie historische panden, iets minder zuinig, maar duurzame functionaliteit.
Gasloos is niet zo duurzaam als het lijkt
Duurzaamheid is op termijn voor zowel belegger als gebruikers onderscheidend
Het proactief opzoeken van samenwerkingen met huurders. Eigenaar doet de investering, huurder verlengt haar overeenkomst.
Een duurzaam label is niet altijd energiezuiniger. Rendement kan nog wel eens tegenvallen bij leegstand/ leegstandskosten vergeleken met een vergelijkbaar gebouw dat een slechter label heeft. Dat blijkt pas als niet doorbelast kan worden in de servicekosten. Als een gebouw eenmaal goed ingericht is denk ik dat het qua mjpg's best meevalt c.q. vergelijkbaar is. Ben wel benieuwd of daar een verschil in zit. Dan kan je opex/capex forecast lager zijn en daarmee (1) meer bereidheid om duurzaam te investeren en (2) wellicht exit yield / waardering verbetering. 1 en 2 geven lucht om te verduurzamen.
Duurzaam beleggen hoeft niet ten koste te gaan van rendement
Duurzaam vastgoed, geeft stabiliteit en de mogelijkheid je te onderscheiden, hierdoor neemt je concurrentiepositie toe en het risico af. Dit is echter onvoldoende aantoonbaar vanuit marktonderzoek.
Return on Equity. Vaak zijn de extra investeringen niet makkelijk terug te verdienen
Wat valt er werkelijk onder duurzaamheid
Duurzaam vastgoed behaald over het algemeen een hoger eindrendement (beter verhuurbaar).

Om toekomstbestendige stenen te hebben is het onvermijdelijk om te verduurzamen, vanuit de markt merk ik dat dit wel degelijk bekend is en zeer actueel.
Het goed dat iedereen een steentje bijdraagt aan een beter milieu (ook de belegger). Het moet alleen wel meetbaar en niet te ingewikkeld worden.
De steeds hogere eisen die institutionele beleggers (zullen) hanteren in de toekomst waardoor onvoldoende rekening houden met duurzame aspecten een negatief rendement oplevert in de (nabije) toekomst
Klanttevredenheid (huurder) t.a.v. van verduurzaming.
Het groene imago is voor institutionele beleggers steeds belangrijker, vanwege de duurzaamheidsdoelstellingen van de huidige en potentiële aandeelhouders. Groen vastgoed zal uiteindelijk het enige vastgoed zijn dat in de portefeuille van institutionele beleggers plaats kan hebben. Een fractioneel lager rendement zal daarbij moeten worden aanvaard om de wereldwijde opgave voor verduurzaming te kunnen waarmaken.
Maak goede afspraken met huurders, zoek de win/win situatie op. Investering van belegger die gedeeltelijk kan worden terugverdient door lagere lasten bij de huurder.
Holding periode, huidige technische staat, capex prognose, dialoog met de tenant customer. Alle Europese landen hebben het Parijs akkoord getekend. De EU heeft de transactie naar een low carbon economy hoog op de agenda. De eerste voorbeelden van wetgeving die het 2 graden scenario volgen en een directe impact op vastgoedbeleggingen hebben zijn bekend (Tertiary Decree, Frankrijk). Wanneer er een langer holding periode is er een duidelijk belang om duurzaamheid in het businessplan mee te nemen.
Duurzaamheid is een middel om te komen tot het doel: een goede huurder. De huurder die vooruitstreven wil zijn, is bereid hiervoor te betalen. Voor andere (de meeste) huurders staat duurzaamheid niet in de top 3 van belangrijkste eisen. De meer investering zal op secundaire/tertiaire locaties minder snel een meerwaarde zijn.
Te weinig oog voor de levensduur van bestaand vastgoed. Ter illustratie: hergebruik van gebouwen is duurzaam maar niet conform de bestaande standaarden/ labels.
Het rendement op de investering t.b.v. duurzaamheid is niet hoog; het rendement van de belegging op de langere loopt minder risico
Bij duurzaam wordt uitgegaan van kostenbesparend maar dat is niet altijd het geval. Onderhoudskosten vallen over het algemeen hoger uit.
Duurzaamheid zie je niet direct terug in je rendement, vaak zijn het directe kosten die ten gunste komen van de gebruikers, maar wel een groot maatschappelijk belang dat niet direct terug te zien is in hogere huren (door vraag) of een hogere waarde (omdat er omgekeerde discussie is van moet je niet afwaarderen als je niet verduurzaamd))
Dat rendement duurzaamheid volgt of meer gaat volgen in de toekomst
Duurzaamheid gaat niet alleen maar over energie maar ook over het sociale component en governance
Direct rendement
Duurzaamheid zou in principe moeten leiden tot lagere operationele kosten (vb. ledverlichting verbruikt minder stroom). Echter zijn deze kosten doorgaans voor de huurder. E.e.a. vertaalt zich dus niet direct terug in een voordeel voor verhuurder aangezien het lastig is om 1:1 de huur te verhogen met de kostenbesparing.

Wel is er steeds meer vraag vanuit de huurdersmarkt naar duurzame ruimte en aldus maak je als eigenaar in principe sneller kans op wederverhuur.

Effect op langere termijn. Zowel effecten van huidige bekende mogelijkheden, als mogelijke toekomstige (en nu nog geheel onbekende) innovaties.

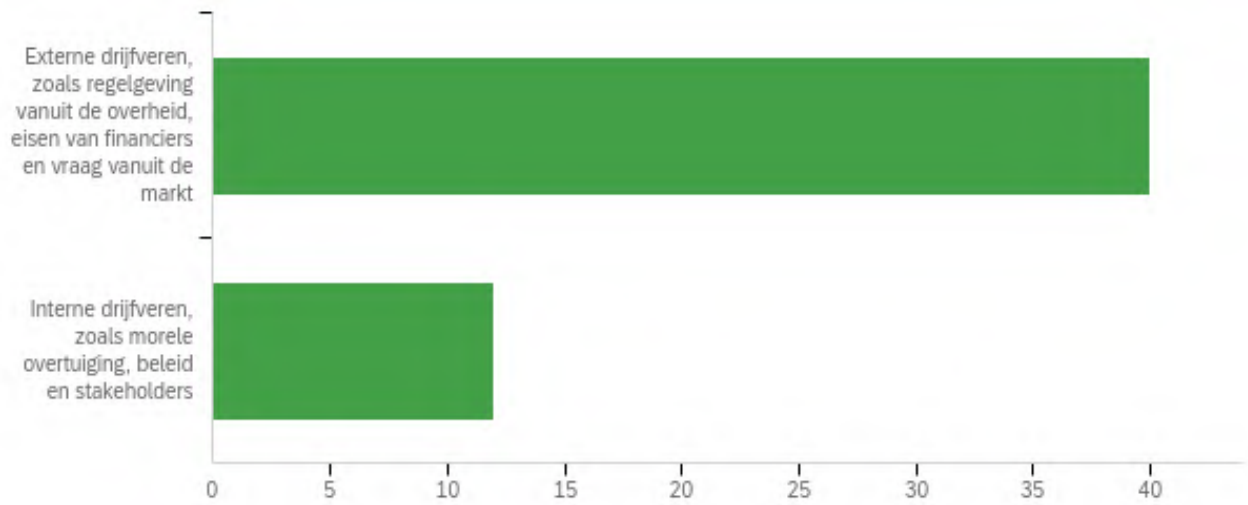
Vraag en aanbod. Bij nieuwe panden is het een branding en wordt het standaard, bij bestaande panden is er bij ons nog nooit een vraag geweest om (extra) duurzaamheid vanuit gebruikers. Dus dit is vooral de wens bij nieuwbouw.

Hogere duurzaamheid hoeft geen lager rendement te betekenen

Tot kortgeleden te weinig aandacht voor daadwerkelijk energieverbruik/CO2 uitstoot, dit is gelukkig aan het veranderen. Daadwerkelijk gedrag en besef bij de huurder speelt een hele grote rol.

Helaas prijzen aanbieders niet-duurzame producten als duurzaam. Beleggingsproducten met een label 'duurzaam' moeten daadwerkelijk duurzaam zijn en hier wordt nog te weinig op gecontroleerd.

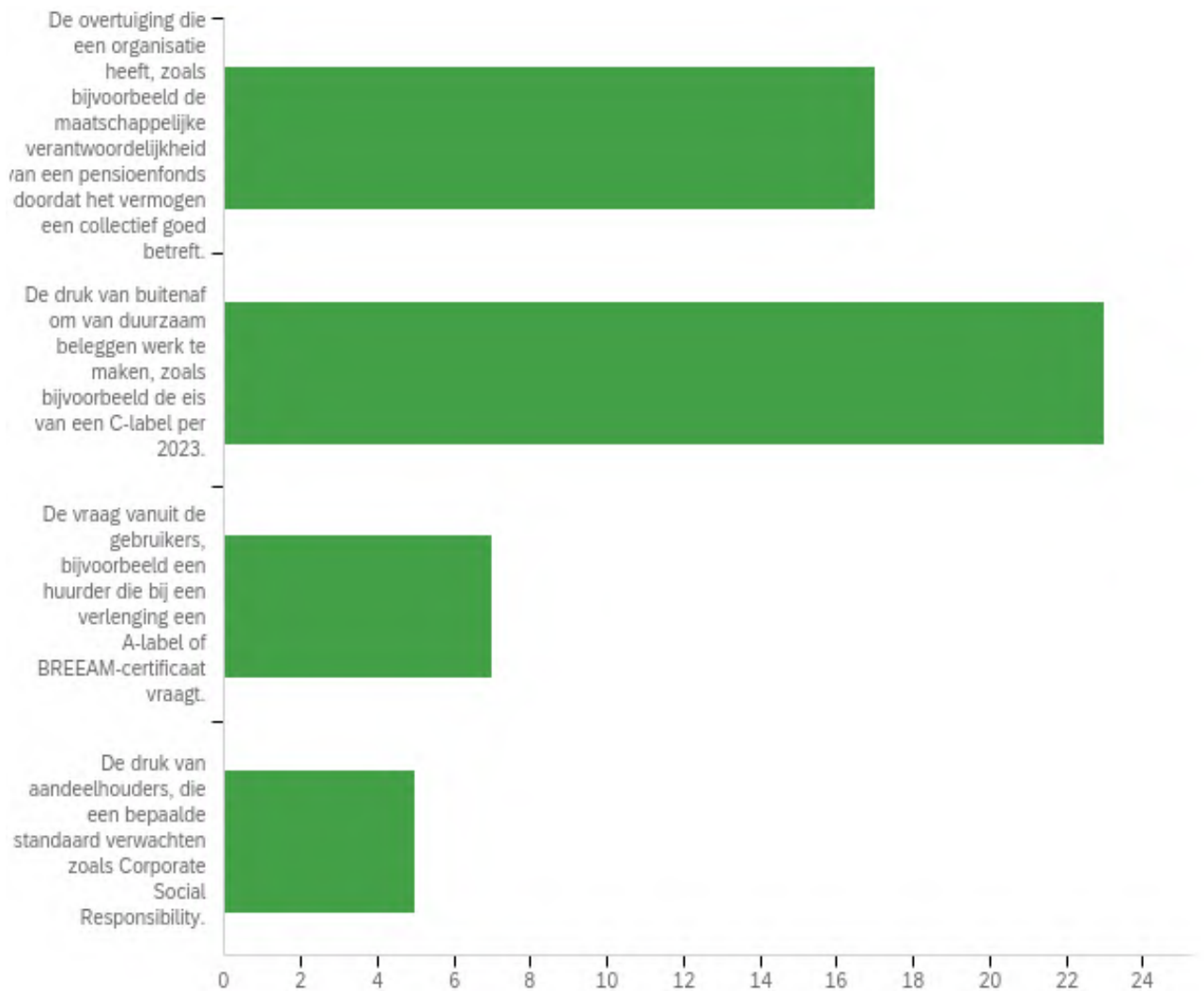
Duurzaam beleggen wordt vooral gemotiveerd vanuit ...



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Duurzaam beleggen wordt vooral gemotiveerd vanuit ...	1.00	2.00	1.23	0.42	0.18	52

#	Answer	%	Count
1	Externe drijfveren, zoals regelgeving vanuit de overheid, eisen van financiers en vraag vanuit de markt	76.92%	40
2	Interne drijfveren, zoals morele overtuiging, beleid en stakeholders	23.08%	12
	Total	100%	52

Belangrijkste drijfveer achter duurzaam beleggen is...

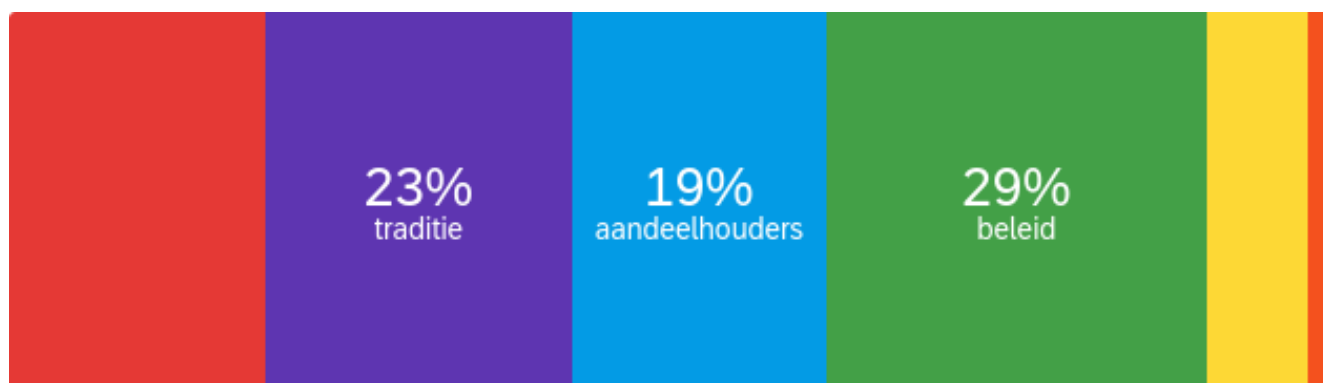


#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Belangrijkste drijfveer achter duurzaam beleggen is...	1.00	4.00	2.00	0.92	0.85	52

#	Answer	%	Count
1	De overtuiging die een organisatie heeft, zoals bijvoorbeeld de maatschappelijke verantwoordelijkheid van een pensioenfonds doordat het vermogen een collectief goed betreft.	32.69%	17
2	De druk van buitenaf om van duurzaam beleggen werk te maken, zoals bijvoorbeeld de eis van een C-label per 2023.	44.23%	23
3	De vraag vanuit de gebruikers, bijvoorbeeld een huurder die bij een verlenging een A-label of BREEAM-certificaat vraagt.	13.46%	7

4	De druk van aandeelhouders, die een bepaalde standaard verwachten zoals Corporate Social Responsibility.	9.62%	5
	Total	100%	52

Duurzaam beleggen in een organisatie wordt vooral gemotiveerd door: (Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)



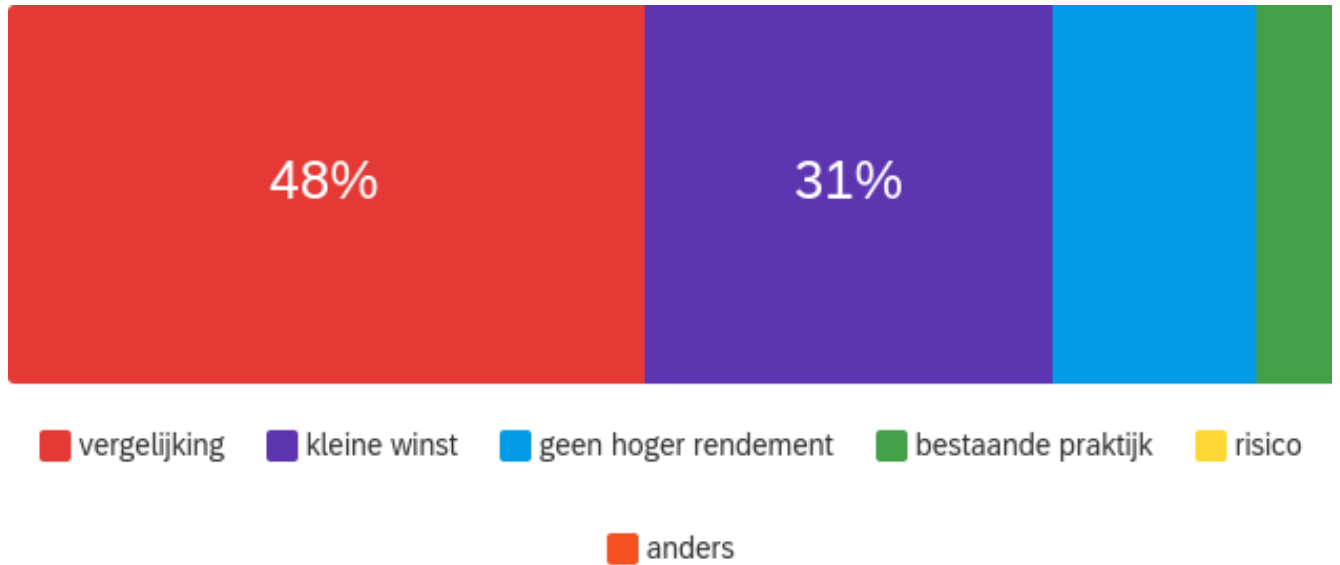
■ verantwoordelijkheid
 ■ traditie
 ■ aandeelhouders
 ■ beleid
 ■ doelstelling
■ anders

#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Morele verantwoordelijkheid van de organisatie	1.00	6.00	2.88	1.33	1.76	52
2	Traditie of (bedrijfs-)cultuur in een organisatie	1.00	6.00	4.25	1.09	1.19	52
3	Het belang dat aandeelhouders van de organisatie hieraan hechten	1.00	5.00	2.71	1.35	1.82	52
4	Beleid of bedrijfsbelang van een organisatie	1.00	5.00	2.94	1.31	1.71	52
5	Doelstellingen van een organisatie	1.00	6.00	2.60	1.44	2.09	52
6	Anders, namelijk ...	1.00	6.00	5.62	1.33	1.78	52

#	Question	1	2	3	4	5	6	Total
1	Morele verantwoordelijkheid van de organisatie	19.23 %	1 23.08 %	1 19.23 %	1 28.85 %	1 7.69 %	4 1.92 %	1 52
2	Traditie of (bedrijfs-)cultuur in een organisatie	1.92 %	1 7.69 %	4 11.54 %	6 25.00 %	1 50.00 %	2 3.85 %	2 52

3	Het belang dat aandeelhouders van de organisatie hieraan hechten	26.92 %	1 4	17.31 %	9	25.00 %	1 3	19.23 %	1 0	11.54 %	6	0.00 %	0	52
4	Beleid of bedrijfsbelang van een organisatie	15.38 %	8	25.00 %	1 3	26.92 %	1 4	15.38 %	8	17.31 %	9	0.00 %	0	52
5	Doelstellingen van een organisatie	28.85 %	1 5	26.92 %	1 4	17.31 %	9	11.54 %	6	13.46 %	7	1.92 %	1	52
6	Anders, namelijk ...	7.69 %	4	0.00 %	0	0.00 %	0	0.00 %	0	0.00 %	0	92.31 %	4 8	52

Duurzaam beleggen in een organisatie wordt vooral belemmerd doordat:(Bij deze vraag moet een rangschikking aangebracht worden, door onderstaande antwoorden te slepen)

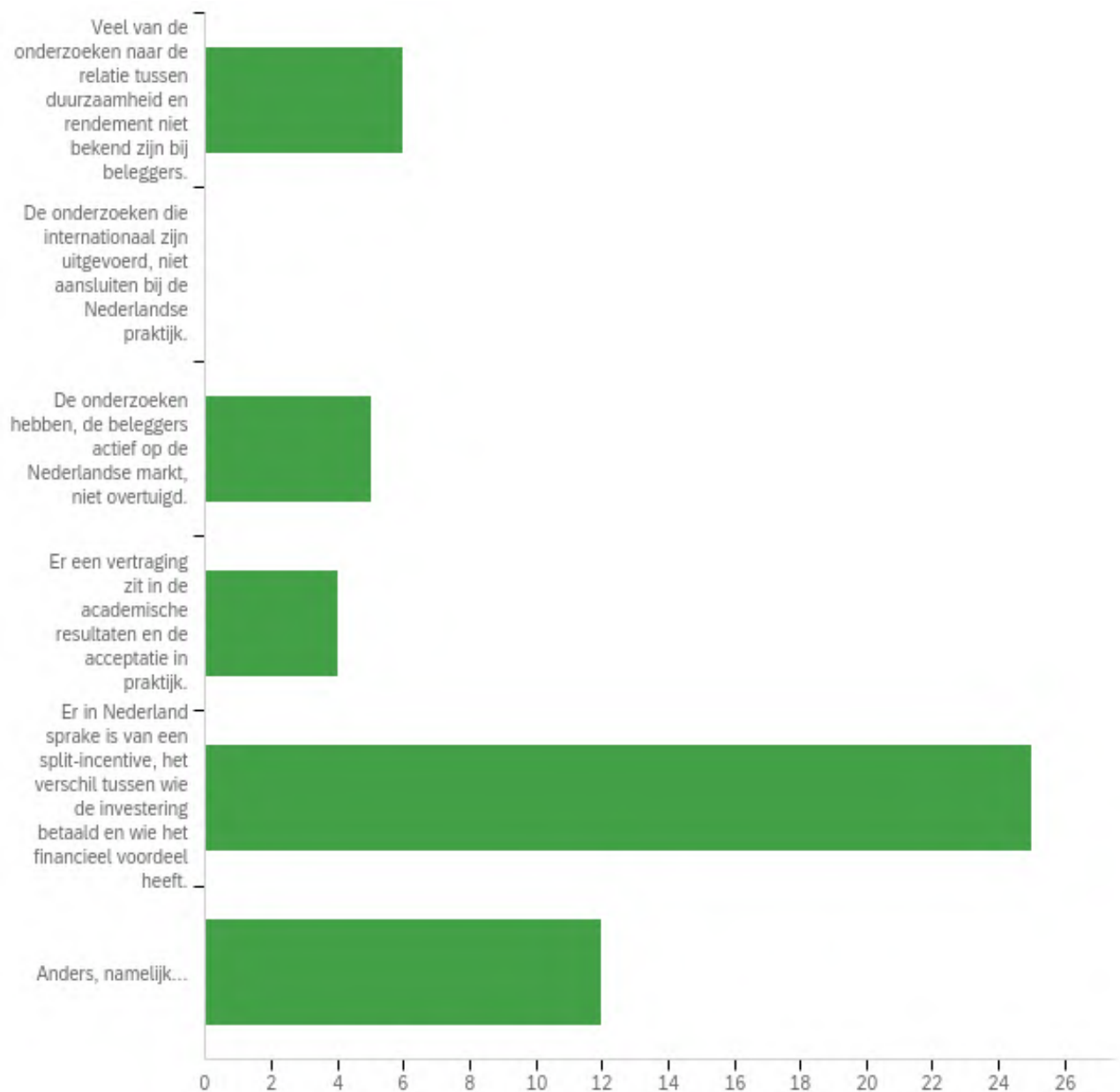


#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Altijd de vergelijking wordt gemaakt met een conventionele investering.	1.00	4.00	1.79	0.91	0.82	52
2	Duurzaamheid slechts een kleine winst kan brengen.	1.00	5.00	2.71	0.93	0.86	52
3	Het niet resulteert in een hoger rendement.	1.00	5.00	2.85	1.32	1.75	52
4	Het de bestaande praktijk in de vastgoedwereld is.	1.00	6.00	3.69	1.20	1.44	52
5	Er een hoger risico mee gepaard gaat.	1.00	6.00	4.35	1.28	1.65	52
6	Anders, namelijk ...	1.00	6.00	5.62	1.33	1.78	52

#	Question	1	2	3	4	5	6	Total						
1	Altijd de vergelijking wordt gemaakt met een conventionele investering.	48.08 %	2 5	30.77 %	1 6	15.38 %	8	5.77%	3	0.00%	0	0.00%	0	52

2	Duurzaamheid slechts een kleine winst kan brengen.	9.62%	5	28.85 %	15	46.15 %	24	11.54 %	6	3.85%	2	0.00%	0	52
3	Het niet resulteert in een hoger rendement.	23.08 %	12	15.38 %	8	26.92 %	14	23.08 %	12	11.54 %	6	0.00%	0	52
4	Het de bestaande praktijk in de vastgoedwereld is.	7.69%	4	11.54 %	6	9.62%	5	48.08 %	25	21.15 %	11	1.92%	1	52
5	Er een hoger risico mee gepaard gaat.	3.85%	2	13.46 %	7	1.92%	1	11.54 %	6	63.46 %	33	5.77%	3	52
6	Anders, namelijk ...	7.69%	4	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	0.00%	0	92.31 %	48	52

Duurzaam beleggen is nog niet de standaard in vastgoedsector, doordat:



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Duurzaam beleggen is nog niet de standaard in vastgoedsector, doordat: - Selected Choice	1.00	6.00	4.50	1.51	2.29	52

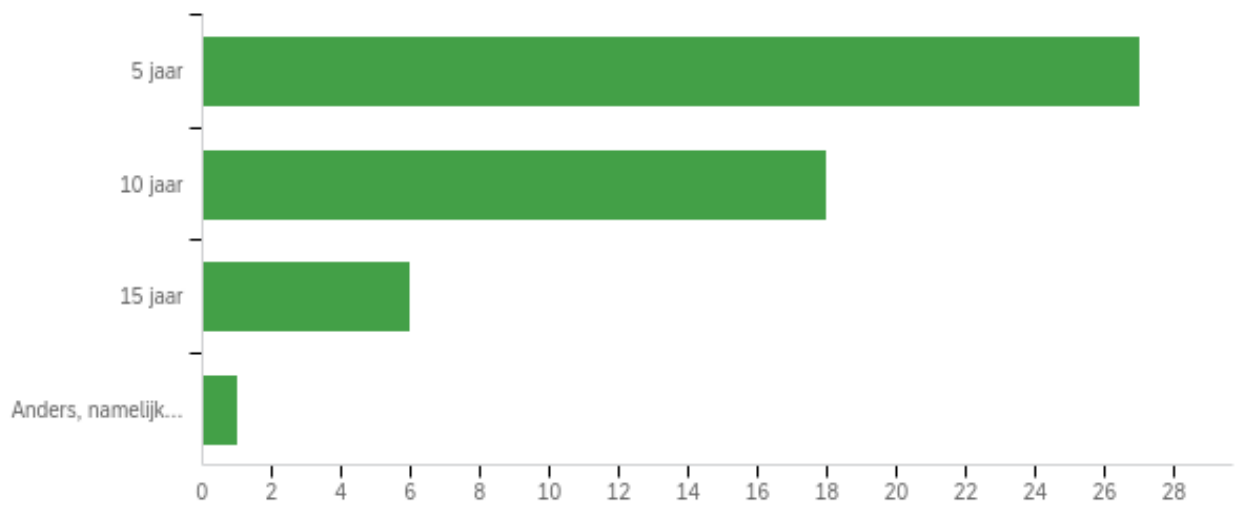
#	Answer	%	Count
1	Veel van de onderzoeken naar de relatie tussen duurzaamheid en rendement niet bekend zijn bij beleggers.	11.54%	6

2	De onderzoeken die internationaal zijn uitgevoerd, niet aansluiten bij de Nederlandse praktijk.	0.00%	0
3	De onderzoeken hebben, de beleggers actief op de Nederlandse markt, niet overtuigd.	9.62%	5
4	Er een vertraging zit in de academische resultaten en de acceptatie in praktijk.	7.69%	4
5	Er in Nederland sprake is van een split-incentive, het verschil tussen wie de investering betaald en wie het financieel voordeel heeft.	48.08%	25
6	Anders, namelijk...	23.08%	12
	Total	100%	52

Anders, namelijk... - tekst
Geen idee
De vastgoedmarkt is mega traag. Kapitaalintensief en daardoor over een lange termijn uitgesmeerd.
De terugverdiertijden in beginsel hoog zijn
Er is nog te weinig bekend over der relatie tussen duurzaamheid en concurrentiepositie, daar dit continu aan verandering onderhevig is.
Vind het lastig dit te beantwoorden omdat wij enorm veel bezig zijn met duurzaamheid en verduurzaming van ons vastgoed.
Onvoldoende duurzaam product
Het niet 'rond kunnen rekenen' van een verduurzaming plus het gehele proces van instemming van alle bewoners (minimaal 70%)
Het vertragende effect van besluit en beleid. In aanloop naar 2030, 2040 en 2050 gaat het straks een vaart nemen.
Iedere investeerder zal de afweging maken bij investeringen. Voor gebouwen waar nog niet vooruitstrevend geïnvesteerd wordt, geldt denk ik dat huurders niet altijd bereid zijn hier extra voor te betalen of volledig aan mee te werken. De duurzaamste projecten zijn meestal single-tenant en built-to-suite, waarbij de huurder een belangrijke rol speelt in het behalen van de credits.
De vraag vanuit de huurders er niet is
Ik denk dat dit verschilt per onderneming en ook per asset class. In de grotere kantorenmarkt waar wij veel actief zijn is duurzaam beleggen wat mij betreft wel de standaard. Gebruikers vragen hierom en overheid stuurt hierop aan d.m.v. regelgeving.
De yields op duurzame panden zijn niet per direct te danken aan (puur duurzaamheid), men vindt het dus nog lastig te prijzen (in logistiek), want oude hallen die langjarig verhuurd zijn gaan ook voor prime yields. Het is nog geen standaard (om dit aan bestaande hallen te veranderen) omdat voor de meeste partijen het voordeel (op korte termijn) bij de huurder komt en de belegger er vaak voor een horizon van ca 5 jaar in zit en hier in zijn exit waarde niet veel van merkt, dus zelf niet het financieel rendement van pakt, iets wat voor

veel beleggers toch zwaarder weegt (bij bestaande bouw), dan een eventuele morele plicht tot meer verduurzamen dan wettelijk nodig.

Duurzaam beleggen wordt wel de standaard in de vastgoedsector binnen een periode van...



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Duurzaam beleggen wordt wel de standaard in de vastgoedsector binnen een periode van...	1.00	4.00	1.63	0.76	0.58	52

#	Answer	%	Count
1	5 jaar	51.92%	27
2	10 jaar	34.62%	18
3	15 jaar	11.54%	6
4	Anders, namelijk...	1.92%	1
	Total	100%	52

Wat zou er moeten veranderen, om het voor beleggers aantrekkelijker te maken om meer te investeren in duurzaamheid. (Onderstaand heeft u de mogelijkheid hierop te reageren)

Wat zou er moeten veranderen, om het voor beleggers aantrekkelijker te maken om meer te investeren in duurzaamheid. (Onderstaand heeft u de mogelijkheid hierop te reageren)
Direct rendement
Een hogere waardering aan zowel de beleggingszijde als aan de gebruikerszijde door overheidsstimuleringen en social responsibility.
Het oplossen van de split-incentive, waarbij huurders veelal het voordeel verkrijgen van een investering.
-
Like for like energy performance van installaties
Zie mijn vorige antwoord
Meer subsidies vanuit de overheid, meer mogelijkheden tot verduurzaming en verdere ontwikkelingen daarvan
Onderdelen van verduurzaming dienen op zichzelf een rendabel businessmodel te genereren, zonder subsidies e.d.
Strengere regelgeving, hogere financiële incentives en meer awareness voor de goede gevolgen van duurzame keuzes.
Betere business cases. Als het een nobrainer is, gaat iedereen het vanzelf doen.
Actiever beleid vanuit gemeenten/overheid, transformatie van bestaande voorraad mee stimuleren door duurzaamheidskaders te schetsen
Betere subsidieregeling vanuit de overheid. Pro activiteit van huurders om ook een deel van de kosten te dragen.
Vanuit beleggers de bereidheid om te investeren en als eerste de kosten te dreigen. Vanuit financiers om hierin mee te denken op positieve wijze (nu veelal vanuit negatieve prikkel). Huurders moeten bereidwillig zijn om óf langer te tekenen óf een duurzaamheidsopslag te betalen in huur of servicekosten. Het probleem is dat duurzaamheid een maatschappelijke ambitie/doelstelling moet zijn. Met elkaar moeten we de wereld beter maken. Dat willen we ook, van daaruit volgt overheidsregulering zoals de EPC per 2023 (zonder publiek mandaat doen zij dit niet). Iedereen moet meewerken in de schakel: corporate/social responsibility. Het is nu nog een wankel evenwicht waar de rekening terecht. Als er free riders tussen zitten stagneert het proces. Het is te makkelijk om deze verantwoordelijkheid bij de overheid neer te leggen. Een publiek debat moet op gang komen waarin het pijnpunt wordt blootgelegd en transparante oplossingen. Ik denk dat een duurzaamheidstoeslag goed kan werken omdat partijen hier intern en extern de sier mee kunnen maken. Banken moeten ook een duurzaamheidsdiscount geven of bijvoorbeeld aflossingen tijdelijk verlagen bij duurzaamheidsinvesteringen (te weinig het geval nog). Bijna iedereen is te veel gericht op €€€ en wilt de duurzaamheidsrekening niet volledig of beperkt dragen.
Verdeling kosten/investering en opbrengsten (lagere kosten)
Transparantie vanuit vraag van huurders en geen feestje van makelaars
Overdrachtsbelasting voordeel op duurzame gebouwen (A-label) en fiscale voordelen op duurzame investeringen

Door de groei van de markt moeten de materialen en werkzaamheden die duurzaamheid bevorderen goedkoper worden
Er zou een hoger bewustzijn moeten ontstaan dat duurzaam beleggen een plus heeft op regulier beleggen. Dit naast een financieel voordeel.
Business cases zien waarin vastgoed wordt verduurzaamd en toch haar goede rendementen behaald
Makkelijkere regelgeving
Naar mijn mening is duurzaamheid nu in een stroomversnelling aan het raken - zie bijvoorbeeld de plannen van Biden t.a.v. duurzame investeringen
Extra subsidies of regelingen vanuit de overheid die verduurzaming verder aanmoedigen
Overheidssteun bevordert de aantrekkelijkheid
Intrinsieke motivatie
Meer ruimte in de huurwetgeving, meer voorbeelden, meer gezamenlijk initiatieven tussen verhuurder en huurder. Wetgeving helpt wel een richting/verplichting te geven
De belegger moet zich inlezen in de direct and transitional climate change risks.
Incentives voor de belegger dienen duidelijker te worden
Andere subsidiesysteem zodat ook internationale partijen hier profijt van hebben en ander certificeringssysteem waarbij de rol van de huurder minder dominant is om te excelleren.
Praktische mogelijkheden (commitment van gemeenten bijv.) En ik vrees dat wetgeving noodzakelijk is voor versnelling
Conventionele energiebronnen dienen geprijsd te worden op basis van schaarste van die bronnen en de kosten nodig om milieuschade te herstellen
Meer zicht op rendement
Subsidies
Financiële compensatie en/of harde eis vanuit overheid
Informatievoorziening en dwingende overheidsregels
Regelgeving vanuit de overheid en verplichting hiervan
Inzichtelijk rendement
Wellicht meer subsidies, maar ik denk dat de weg naar duurzaamheid wel aardig is ingeslagen.
Effecten op rendement moeten ondiscutabel positief worden.
Je kan het op heel veel manieren beïnvloeden, de vraag is of je dit zou moeten willen. Alles wat nieuw wordt gebouwd voldoet al aan redelijk goede duurzaamheidseisen, dus wellicht wordt het door de tijd ook een natuurlijke selectie, je zou wellicht het Bouwbesluit op verbouw (grote renovatie) kunnen aanscherpen om dit proces te versnellen en ook de bestaande voorraad sneller te verduurzamen. Veel hardere maatregelen zou ik niet per direct wensen, en op een juiste manier subsidies in zetten is natuurlijk oké, maar laat vooral de markt zijn werking doen zonder al te veel invloeden van politiek (anders dan stimulerende/redelijke wetgeving om (nieuw)bouw de stappen te laten maken)

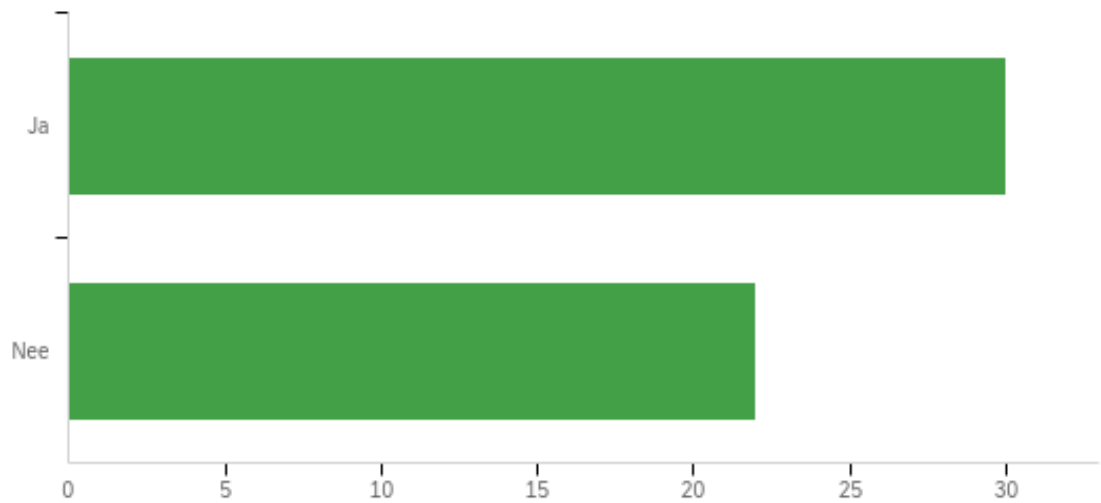
Aantal jaren subsidie
Lagere kosten en willingness to pay bij huurders
De kostprijs van het doorvoeren van duurzaamheid verlagen, waardoor rendement sneller terug te zien is.
Het verstrekken van goede informatie over eventuele subsidies, regelgeving en kostenbesparingen na verduurzaming
Voorkomen van de split-incentive

Welk onderdeel over de relatie tussen duurzaamheid en rendement en wat beleggers motiveert en belemmert, is onderbelicht gebleven in deze enquête? (Onderstaand heeft u de mogelijkheid hierop te reageren)

Welk onderdeel over de relatie tussen duurzaamheid en rendement en wat beleggers motiveert en belemmert, is onderbelicht gebleven in deze enquête? (Onderstaand heeft u de mogelijkheid hierop te reageren)
Niks
Covariantie tussen duurzaamheid en rendement.
De wijze waarop duurzaamheid wordt gemeten, bijvoorbeeld in een energielabel. Bijvoorbeeld het automatisch verkrijgen van een A-label indien alle installaties huurderseigendommen zijn.
Ik meen dat duurzaam beleggen weldegelijk de standaard is. Ik herken mij niet erg in de rangschikkingen die in dit onderzoek gevraagd worden
Probleem is directe winst. Multi tenant gebouwen komen niet in aanmerking omdat er geen huurverhoging kan worden doorgevoerd. Daarnaast is het verdienste niet tastbaar.
Er is een significant verschil tussen commerciële beleggers en corporaties. Corporatie houden over het algemeen beleggingen langer in portefeuille waardoor de opgave nog duurer wordt
Het financiële plaatje
N.v.t.
Split incentive oplossingen
Ik ben wel benieuwd in welke duurzaamheid maatregelen beleggers willen investeren en reeds hebben geïnvesteerd en of deze investering dan ook heeft gebracht wat men ervan had verwacht.
De wensen/eisen van huurders, zij bepalen het product dat op de markt komt. Qua duurzaamheid en in relatie tot huurprijs.
De rol van de overheid. Hoe zouden zij een dwingendere rol kunnen spelen?
Wat is duurzaam beleggen? Energiezuinig? Circulair? FSC gekeurd hout?
Het risico dat wanneer je niet meegaat in de duurzaamheidstrend je gebouwen een dermate achterstand krijgen op de markt welke niet meer overbrugbaar is (financieel).
Grootste drivers voor beleggers zijn vaak financiering en huurders. Misschien deze nog wat meer specificeren
Intern verhoudingen die besluitvorming vertragen
Was volgens mij volledig
Eventuele 'terugverdien modellen' door wijziging in de markt worden ideologische keuze overruled door financiële mogelijkheden.
Liquiditeit die beschikbaar dient te zijn om de voorfinanciering te kunnen doen, natuurlijk kan dit gedeeld worden met de huurder maar vaak zijn er voor het verduurzamen van een gebouw liquide middelen voor nodig.

Het is uiteindelijk goed voor de wereld in zijn geheel.
Welk effect duurzaamheid heeft op het rendement in %
De wens vanuit de doelgroep
Geen
Veel beleggers hechten het meeste belang aan de positieve imago effecten en minder aan daadwerkelijke concrete stappen om het vastgoed te verduurzamen
Kansen
SFDR, CRREM, TCFD de impact van index'en als DJSI en MSCI en de verplichtingen die beursgenoteerde fondsen inmiddels hebben
Vertaling van duurzame ambities/ randvoorwaarden in technische oplossingen (schil, installaties, renewables) een prijskaartje. Op moment van vervangingsonderhoud zijn relatief hoge(re) kosten te verwachten). Over dat laatste zou in het investeringsbesluit al over nagedacht moeten worden.
De rol van de huurder. Uiteindelijk bepaalt de huurder het ambitieniveau. Als een huurder hier geen waarde aan hecht (niet extra voor betaald), dan komt de extra investering volledig bij de belegger (lager rendement) en zal deze minder gemotiveerd zijn om vooruitstrevend te zijn.
De praktische mogelijkheden. Ten voorbeeld; wij kunnen een winkelpand van buitenaf laten verduurzamen maar de huurder kan alle verduurzaming te niet doen door hoe het gehuurde gebruikt wordt. Ander voorbeeld uit de nieuwbouw; gemeenten zonder visie op WKO's en geen ruimte voor initiatieven.
Korte termijn rendement en lange termijn rendement van investering of belegging
Onderhoudskosten van duurzame investeringen
De rol van de gebruiker
Exit yield
Dwingende rol overheid, Europese regelgeving, internationale context
Waar zit de winst in; minder CO2 uitstoot etc.
Wellicht zou je wat meer naar de beleggingshorizon van diverse typen beleggers kunnen kijken. Daarnaast iets meer over de wens (die naar mijn mening bij bestaande voorraad) en de bereidheid daarvoor te betalen door huurders (die dus redelijk klein is in mijn ogen) mee te nemen.
Wellicht onderzoek waaruit blijkt dat de twee positieve correlatie hebben
Het onderscheid tussen kleine en grote ingrepen om een gebouw duurzamer te maken

Mag er naar aanleiding van deze enquête contact opgenomen worden voor een verdiepend interview?



#	Field	Minimum	Maximum	Mean	Std Deviation	Variance	Count
1	Mag er naar aanleiding van deze enquête contact opgenomen worden voor een verdiepend interview?	4.00	5.00	4.42	0.49	0.24	52

#	Answer	%	Count
4	Ja	57.69%	30
5	Nee	42.31%	22
	Total	100%	52

En tot slot Hartelijk dank voor het invullen van deze enquête! Als u het onderzoeksrapport na afronding van de scriptie wenst te ontvangen kunt u onderstaand uw emailadres invullen.

3 Bijlage 3 Expertinterview – Waarom duurzaam beleggen?

Inleiding

- Opnemen akkoord?
- Benoemen van organisatie en geïnterviewde toegestaan?
- Uitwerking ontvangen vooraf aan publicatie?

Scriptie

De scriptie richt zich op de motivatie en belemmeringen achter duurzaam beleggen. En is gestart vanuit de verwondering dat duurzaam beleggen nog niet de standaard is vastgoed beleggen. Het resultaat is een overzicht wat beleggers motiveert en belemmert, met als doel een advies om duurzaam beleggen te versnellen.

Relatie tussen duurzaamheid en rendement

- 1) Merendeel van de respondenten onderschrijft het theoretisch uitgangspunt dat duurzaam beleggen een hoger rendement geeft in de praktijk ondanks de hogere investeringskosten, maar worden geremd in hun ambitie. Wat vormt volgens jou de belangrijkste kloof en hoe kan deze worden overbrugd?
- 2) Belangrijkste motivatie van duurzaam beleggen in vastgoed is de mogelijkheid van branding van het object en de verwachting van minder leegstand, hogere huren en een hogere verkoopwaarden. Is deze veronderstelling een accurate weergave van de praktijk?

Belangrijkste kenmerk van duurzame beleggers:

- 1) Beleggers hebben verschillende karakteristieken; institutioneel/privaat, beleggingshorizon, wijze van financiering, gewenste rendement/risicoverhouding. Uit de resultaten van de enquête blijkt dat de beleggingshorizon de belangrijkste eigenschap is voor duurzaam beleggen. Herken je dat in de praktijk en hoe zou je dat kunnen verklaren? Zijn er nog andere eigenschappen? Hoe is dat voor jou organisatie?
- 2) Institutionele beleggers lijken sceptischer over het rendement van duurzaam beleggen, dan private beleggers die veelal meer optimistisch zijn over duurzaam beleggen. Ondanks dat duurzaam beleggen bij institutionele beleggers eerder een thema werd, ze een grote maatschappelijke verantwoordelijkheid dragen en ze beschikken over meerdere meetinstrumenten om duurzaamheid te monitoren. Waardoor zou dit komen volgens jou en wat is van toepassing op jouw organisatie?

Extrinsieke drijvers en belemmeringen:

- 1) Regelgeving of subsidie is veruit de belangrijkste extrinsieke motivator blijkt uit de enquête. Herken je dit voor jullie organisatie en hoe groot is deze druk?
- 2) De overheid blijkt de belangrijkste drijver daarom ligt het voor de hand dat regelgeving wordt opgevoerd om klimaatdoelstelling te halen. Zit er nog rek in jullie organisatie c.q. vastgoed om aan hogere eisen te voldoen en is er nog ruimte om hierin te investeren?
- 3) Andere optie is het voorzien in meer subsidies, wordt hierdoor jullie organisatie gebruik van gemaakt en wat zou er kunnen verbeteren in het verstrekken van subsidies?
- 4) Split incentive, de discrepantie tussen de investering en de opbrengsten, is de belangrijkste extrinsieke belemmering blijkt uit navraag onder respondenten. Wat zijn de mogelijkheden om dit te overbruggen en hebben jullie hier ervaring in?

Intrinsieke drijvers en belemmeringen:

- 1) Van uit de intrinsieke motivatie gezien: zijn beleid en traditie binnen een organisatie van groot belang hetgeen ook werknemers trekt die persoonlijk geïnteresseerd zijn aan duurzaamheid in de breedste zin van het woord. In hoeverre is dit voor jouw organisatie van toepassing en op welke manier maakt duurzaamheid daar onderdeel van uit?
- 2) Gekeken naar de grootste belemmeringen in het duurzaam beleggen, is het vooral de voortdurende vergelijking met conventioneel handelen en de bestaande praktijk? Herken je dit en hoe kan dit worden doorbroken?
- 3) Een tweede grote belemmering is de verwachting dat duurzaam beleggen slechts een kleine winst kan brengen. Is duurzaam beleggen in vastgoed risicovoller, omdat een kleine winst voor veel ondervraagden een belemmering is?
- 4) Heb je een voorbeeld van een succesvolle businesscase, waarin er voor duurzaamheid is gekozen in plaats voor een conventionele oplossing?

Afronding

Bedankt, scriptie wordt naar verwachting 31 maart definitief en zal in april gedeeld worden.

4 Bijlage 4 Uitwerking Expertinterview

4.1 Expertinterview Marcel Engelbertink Matrix Vastgoed

4 maart 2021 10.20 tot 10.50, kantoor Lion Head Capital te Breukelen

Ik heb dit interview opgedeeld in vier onderdelen en in principe licht ik de resultaten toe van de enquête en dan ontvang ik graag jouw reactie. Als het gaat over de relatie tussen duurzaamheid en rendement onderschrijft het merendeel van de respondenten dat duurzaam beleggen ook leidt tot een hoger rendement ondanks dat het vaak hogere kosten met zich meebrengt, maar toch worden ze geremd in die ambitie om duurzaam te beleggen. Wat is volgens jou de grootste kloof en hoe zou die worden opgeheven?

De kloof zit hem in de lange en korte termijn, ik onderschrijf de stelling dat op de lange termijn duurzaamheid een beter rendement op zal leveren, maar je moet inderdaad de achterkant, het verleden, recht trekken. Daar vind ik de huidige propositie waar we over nadenken een goed toonbeeld van. Je hebt gewoon vaak in een groeiende portefeuille dat je dingen tegenkomt die 10, 20 of 30 jaar oud zijn, waardoor je nog dieper moet investeren wil je tot een toekomstige duurzaamheid komen. Dat weerhoud je, denk ik, want iedereen heeft maar beperkte middelen. En dus ga je in het begin rekenen op rendement en komt de duurzaamheid daar achteraan, zo is het in ieder geval bij ons.

En jullie kopen wel aan voor de langere termijn en in dat termijn wordt erop gerekend dat de panden langzamerhand steeds duurzamer worden gemaakt?

Het is niet directe keuze, daarin verschilt de principaal een beetje in het beleid dat wij voeren. Ik denk dat wij het iets sterker zullen omarmen en dat de principaal iets sterker aan de rendementskant zit. Als ik echt procenten moet gaan investeren om het beter te krijgen, dan wacht ik misschien nog wel even, misschien verkoop we het tegen die tijd dan wel weer. Maar ik denk dat wij in het algemeen wel zien als iets dat lang kan lopen en dan maar beter duurzaam kan zijn dan heb je er profijt. Misschien een beetje een generatiekloof?

Ok, jullie hoeven natuurlijk ook niet per se in vastgoed te zitten?

Klopt.

Dus als dat inderdaad door verduurzamingsslag een langer rendement geeft, dan zou dat ook kunnen betekenen dat je geld elders alloceert?

Zeker, dat kan. Maar de cap momenteel, we hebben een aantal assetclasses waar we uit kiezen, aandelen, obligatie, forwards, hedge funds, vastgoed, cash en noem maar op er zijn er nog veel meer, waarbij wij aan de liquide kant van de investments wel degelijk ook hebben gekozen voor duurzame mandaten bij assetmanagers. Daar zijn Blackrock en een hele hoop asset managers een voorbeeld van, die duurzaamheid niet alleen omarmen maar zelfs afdwingen. De APG's van deze wereld. Het grote geld verlangt simpelweg duurzaamheid van de bedrijven waarin ze investeren. En dat heeft ook geleid tot beter rendement, dat is wel objectief aantoonbaar. Dus dat volgen wij ook, in het totaalplaatjes sluit het vastgoed wel aan bij wat we met het overige kapitaal doen.

Een andere issue die naar voren komt, veel van de respondenten geeft dat dat het mooiste voordeel van duurzaam beleggen de brandingsmogelijkheden zijn van een pand. Als je een heel duurzaam pand hebt, dan kun je dat ook op die manier in de markt zetten. Dat was eigenlijk voor de meeste respondenten de belangrijkste motivatie, ik zag in jouw reactie dat deze helemaal onderin stond.

Ja, ik herken dat persoonlijk niet.

En hoe zie je dan toch die meerwaarde terug in de huurwaarde bijvoorbeeld?

Ik denk dat je daar op langere termijn een beter huurpropositie creëert, maar dat is meer *under the hood*. Ik zie het niet zozeer als de kleur van een auto, maar meer dat hij een katalysator heeft en hybride is. Maar de kleur kan nog steeds groen of geel zijn. Je ziet het niet aan de buitenkant, het is meer de prestaties als je het met een

auto zou vergelijken. Waarvan je dan zegt, dit is een duurzamere auto en het hoeft dan niet zo te zijn, dat hij geen vier wielen en twee spiegels heeft.

Maar veel huurders kijken misschien alleen naar de kleur van de auto, een liefhebber of kritisch huurder zal ook onder de motorkap kijken?

Dat vind ik moeilijk te onderschrijven. Ik begrijp wel wat je zegt, kijk naar dit pand dat je ook kende toen we erin kwamen. Het is inmiddels een stuk representatiever, maar daarmee niet duurzamer of amper duurzamer geworden. Misschien met het vervangen van de regelinstallatie, daar hebben we *under the hood* wel wat dingen verbeterd. Maar niet in de uitstraling van het pand, ik ben het er helemaal mee eens dat vastgoed een bepaalde uitstraling moet hebben. Maar of dat een uitstraling van duurzaamheid moet hebben, ik denk dat je dat helemaal niet kunt zien aan de buitenkant of slecht kan zien. Die zonnepanelen die liggen bij wijze van spreken op het dak en die ziet niemand als je voorbijloopt. Of de zonwering... het zijn meer de technische aspecten die een pand verduurzamen in plaats van de esthetische.

Ja, dat klopt. Maar als je kijkt naar EDGE Technology, het voormalig OVG, die ontwikkelt nu een paar grote panden in de omgeving van Amsterdam die technisch ontzettend duurzaam zijn, maar daar wordt ook een hele campagne om heen gevoerd. Groen uitstraling en beplanting binnen, je kunt beter nog in een kantoor van OVG binnen zitten dan in een park lopen, zo groen is het. Daar wordt een sterke campagne om heen gevoerd.

Interessant. Ik ken OVG daar niet goed genoeg voor, maar wordt het dan ook verkocht aan de high-end, institutionele markt? Ik denk, dat zien we ook bij onze institutionele assetmanagement, daar duurzaamheid een must-have is. De 17 SDG-principes zijn een must-have, het nieuwe normaal. En daar kan het ook en ik het me ook heel goed voorstellen als je niet een portefeuille zoals wij koopt met panden van 10, 20, 30 jaar oud zijn die we een beetje upgraden, maar vanaf de tekentafel begint met maken en het pas twee drie jaar later af hebt, zo groot pand die als eind belegger de institutionele markt heeft. Dan is het geen vraagteken, maar een musthave en daar verschillen wij in de target panden natuurlijk duidelijk in. Wij ontwikkelen niet, we stoten niet door naar institutionele markt. We doen het als alternatief op obligaties, omdat er een enorme gap zit tussen yield op real estate en vastrentend waarbij duurzaamheid meer iets is om je huurder tevreden te hebben, houden of te krijgen. Niet zozeer om het aan een eindbelegger door te stoten, die het alleen duurzaam vastgoed mag hebben

Je stapt nu over op de volgende vraag over de kenmerken van duurzame beleggers. Je gaf in de enquête aan dat het soort belegger heel er van belang is, waarbij veel andere respondenten de beleggingshorizon bovenaan hadden gezet. Maar dat is ook wel wat je noemt...

Institutioneel belegd Nederland heeft natuurlijk allemaal een hele lange horizon, ik vind het twee totaal andere aspecten, maar in dit geval liggen ze wel na aan elkaar liggen.

De institutionele beleggers met een hele lange horizon, zijn wel de partijen die daar nu...

Die leggen de lat, zeker op hele grote panden zijn zij in beheer hebben en wij zitten in de niche daaronder de niet-institutionele markt.

En zou dat ook, dat is in de enquête onderbelicht gebleven, met het een bepaald rendement risicoverhouding te maken hebben?

Zeker, zeker, ik heb bij de Deutsche Bank gewerkt en DWS en is daar de grote asset manager van DB. En die, dat weet je zelf waarschijnlijk ook, die stoppen Rivierstate aan de Amstel in hun portefeuille en verkopen droogleuk aan hun beleggers dat het een kantoorrendement at best 3,4 tot 3,6% is. En dan zijn ze heel trots ook en dan is het een herontwikkeling geweest met veel risico etc. Die hebben inderdaad, dat komt door de gap tussen marktrente en de bruto yield op vastgoed, een totaal andere doelstelling en daarmee een totaal andere rendementsverwachting. Ik zou nooit mijn geld geven aan zo een vastgoedbelegger, die zijn met kantoren 3,5% hartstikke tevreden en 4% is een uitzondering. Je weet, wij beginnen met te kijken bij 8,5% of 9% unleveraged. Die twee rendementsdoelstellingen liggen totaal uit elkaar en daar heb ik ook begrip voor. Zij kunnen niet ieder

pand bekijken, zij moeten een blok kopen van 300mio, 500mio of een 1mrd en dat gaat dan bij fonds Apollo 13 en dat is een totaal andere markt, waarin ook OVG op insteekt. Dat is een totaal andere markt, dan het kraaltjes rijgen van panden tussen de 2 en 15mio.

Jullie zijn ook veel meer betrokken op jullie vastgoed, je weet wat je koopt en kent de panden en de huurders. En toch als ik kijk naar de resultaten van de institutionele en private beleggers, zijn private beleggers veel optimistischer over duurzaamheid en het rendement daarvan. Institutionele partijen, zijn volgens mij al veel langer mee actief met duurzaam beleggen, die waren 20 jaar geleden daar al de eerste duurzaamheidsmanagers en toch zijn ze sceptischer over het rendement van duurzaamheid.

Ik had niet verwacht dat ze sceptisch zouden zijn, ze hebben we een hogere maatschappelijke sociale verantwoordelijkheid of voelen die zo. Het is vaak publiek geld, een APG of PGGM, waardoor ze misschien de keuze niet hebben. Maar ik had niet verwacht dat ze het niet zouden omarmen, als ik het ik het goed begrip voelen ze zich in een keurslijf gedrukt waarvoor ze anders niet zouden hebben gekozen?

Nee, ze zijn minder optimistisch over het rendement van duurzaamheid. Ze voelen waarschijnlijk wel als verantwoordelijk omdat het publiek geld betreft en zien ook de meerwaarde van duurzaamheid en toch zijn ze minder optimistisch gestemd over het rendement dat duurzaam beleggen geeft. En dat kan misschien zijn doordat ze meer informatie hebben, sturen veel op hoofdlijnen natuurlijk en zitten vaak in certificering als GRESB voor duurzaamheidsmeting van portefeuille en krijgen ook meer directe data terug en misschien zijn ze daardoor minder optimistisch? Ik kan het zelf ook niet echt verklaren namelijk.

Ik vind het best moeilijk en het verbaast me zelfs een beetje, wat ik al zeg het institutionele, grote geld legt daar gewoon de lat. Dat is nummer 1, het is een sine qua non, het is wat het is en niet anders, vandaar dat ik me erover verbaast is dat ze daar sceptisch over zijn. Wat ik me wel voor kan stellen, zoals OVG, dat is allemaal nieuw vastgoed. Je bouwt aan het vastgoed vanmorgen, maar laten we eerlijk zijn het 99% van de wereld is al bestaand vastgoed. En dat is allemaal 10, 20, 30, 40 oud of ouder, dat het daarmee een ontzettende inhaalslag is van een generatie of meer voordat je een beetje at par begint te komen met een bepaalde vorm van duurzaamheid. Kan ik me erbij voorstellen, dat je daarmee zegt ja jeetje dat is een dermate investering, ga het maar per pand uitrekenen om op energielabel A te komen en doe dat maal Holland, of maal Europa of maal de wereld. Hoeveel miljard heb je dan nodig om alleen al op A te komen. Dat je denkt, my god, dat moet allemaal betaald worden en dat is natuurlijk ook zo. En je hebt daardoor op natuurlijke wijze, wanneer je een oud pand koopt, een inhaalslag die ineet op je rendement. En ik kan me dat ten opzichte van die optiek wel voorstellen. Maar wat ik al zei, het is een sine qua non, het is geen variabele de institutionele wereld heeft nu eenmaal gezet we gaan niet investeren in bedrijven die slecht zijn voor het milieu of niet dit doen of ESG of bla bla. Daar is de hele wereld het wel over eens, zo moet publiek geld geïnvesteerd worden en geen asset manager kan het zich veroorloven om in een Nigeriaanse oliemijn te zitten die lekt. Dat is hun ook niet waard, dus ligt daar de lat. Ik zie het niet als een vraag, ik zie het als aan die kant als een gegeven.

Dat is misschien ook wel de reden, dat je aangaf de soort beleggers is van het grootste belang.

En als je kijkt, die verhoudingen ken ik niet, zijn vastgoedobjecten zoals Rivierstate en de Zuidas die zijn bij uitstek geschikt voor de institutionele markt en je hebt natuurlijk het vastgoed als hier en half Nederland die ook geschikt zijn voor de niet-institutionele markt, de kleinere fondsbeleggers of particulier. Ik weet niet hoe die verhoudingen liggen, maar ik denk dat daar ook een enorme uitdaging ligt. Ook voor de politiek. De institutionele markt is duurzaam zat, daar hoeft geen druk op. Maar kantorenparken als dit, hoe krijg je die duurzaam dat is de challenge.

Als we overstappen naar de extrinsieke drijvers, de regelgeving is de grootste motivator waardoor beleggers hier actief mee zijn.

Sorry, nog een keer daar miste ik je even.

In de enquête is ook gevraagd, wat is nu de grootste drijvende kracht vanaf buiten jullie organisatie en dan eigenlijk geeft iedereen aan regelgeving. We worden door regelgeving die kant op gedreven. Er komt natuurlijk een C label in 2023 en een A-label in 2030, dat zijn voor sommige grote uitdagingen.

Voor sommigen wel, wij kopen niet op C-niveau, dat is een red flag en dat gaan we snel oplossen als we hem al willen hebben. Onze hele portefeuille is al A en we weten wat er nog verbeterd kan worden ook mede dankzij jullie. Dus worden wij gedreven door regelgeving, nee ik denk dat wij daar ruim voor zitten. Ik heb geen zin in een high-maintenance of redevelopment portfolio, dat is geen doelstelling waar we ons op richten.

En hoe zie je überhaupt die eis vanuit de overheid die gesteld worden, waar we het over hadden. Het C-label, voor jullie is dat geen uitdaging meer?

Nee, maar dat verschilt ontzettend in de stoel waar je zit. Als je naar de Caransa's van deze wereld kijkt en misschien voor een miljard aan verouderd vastgoed bezit, voor hun is het misschien die regeldruk een enorme drag waarop ze op de hele portefeuille 20, 50 of 100mio moeten spenderen om bij de regelgeving te blijven om dat ze een long-standing oude vastgoedportefeuille hebben. Terwijl wij zijn een nieuwkomer, we zijn aan het bouwen en kunnen de lat veel hoger leggen. Het perspectief waar je vandaan komt is denk ik ontzettend leidend voor het antwoord op die vraag. De ene zal zeggen, ik vind het waardeloos en het kost me veel te veel geld, terwijl wij zeggen het is helemaal geen issue omdat we geen panden kopen die C of minder zijn. Ik denk ook dat de overheid, voldoende ruimte biedt wat je al zegt. C in dat jaar en A in dat jaar. Dat het is niet iets wat je morgen kan of moet oplossen en misschien wordt het in 2028 als er te veel red flags zijn naar 2040 verlegd, het blijft politiek. Het is denk ik meer een trend of beweging dan een harde deadline waarbij je morgen alles dubbel glas moet hebben.

Ze proberen meer een ontwikkeling in te zetten door de deadlines, want de overheid staat er misschien ook wel om bekend dat ze eerder deadline naar achter schuiven dan naar voren halen. Wat misschien natuurlijk wel zou kunnen veranderen na de verkiezingen van straks dat er veel hardere of strengere eisen gesteld gaan worden aan duurzaamheid.

Eens.

Naast regelgeving heeft overheid ook de mogelijkheid om te stimuleren door middel van subsidies, maken jullie daar gebruik van of is dat voor jullie niet interessant?

Zodra het de esthetiek raakt, zie we dat esthetiek prevaleert. Principaal heeft niks met zonnepanelen en vindt het gebouw ontsierend en de investering heeft een lange terugverdientijd. Ik denk inderdaad ook daar, wat je al zeg, je moet een soort inhaalslag maken als je iets wilt verduurzamen en kost het je op korte termijn rendement. En als je vraag is of een subsidie zou helpen om de duurzaamheidslag te maken, zegt mijn gevoel uitdrukkelijk ja. Het zou zeker helpen en wij maken, omdat we niks te verduurzamen hebben in concrete zin, maken we er geen gebruik van.

Maar stel dat de aankoop hiernaast doorgaat, de huurder wil verlengen met 10 jaar, maar wil een BREEAM-certificaat halen, een middel om duurzaamheid te meten. En de enige manier waarop je dat kan halen is de installatie helemaal te upgraden. Daar zouden jullie dan niet per se geen subsidies voor aanvragen? Want die mogelijkheid wordt wel geboden.

Oké, daar schiet mijn kennis gewoon te kort, daar hoop ik dat jullie als gebouwbeheerder dat jullie hier op tijd bijzitten. Zodat je Jeroen of je collega's kunnen zeggen, Marcel dat is helemaal niet erg dat ze dit eisen, want daar kunnen we deze aanvraag voor doen.

Ja, even ter illustratie een zijstap. Je kunt een SDE-subsidie die kun je inderdaad aanvragen. Je moet dan aangeven wat je gaat doen, wat je verwacht te besparen en hoeveel geld je daarvoor wilt lenen en dan wordt hij al dan iet toegekend.

En wat voor percentage hebben we het dan over?

Je mag zelf bepalen hoeveel geld je daarvoor aanvraagt.

Maar daar betaal je rente over neem ik aan, het is een lening?

Nee, sorry het is echt een subsidie. 100%

Als dat voor hiernaast zou kunnen gelden, moeten we daar over nadenken.

Je moet dan intekenen op de subsidie en ze kennen dat toe, als je 5% van het totale bedrag aanvraagt zijn ze sneller geneigd om de subsidie sneller toe te kennen zeker als de besparing wel aanzienlijk is.

Alles wat hiernaast moet gebeuren is klimatologisch, ik weet niet in hoeverre klimaatinstallatie, LBK worden gezien als een verduurzamingen van een pand. Is dat zo?

Daar kun je natuurlijk wel efficiënter systemen toepassen, zoals een gelijkstroomventilator. Maar dat kunnen we zo nog even bespreken.

Ja, zeker of neem het even mee naar Jeroen zou ik zeggen.

Een veel gehoorde belemmering is de split incentive, dat huurders geen opslag willen betalen als een eigenaar een pand verduurzaam. Plus de opbrengsten door minder verbruik, die vallen wel bij de huurder. Wat zouden mogelijkheden zijn om dat te overbruggen?

Je zegt het voordeel valt bij de huurder, dus dat is inderdaad een split incentive.

Stel, ik weet dat jullie het niet van plan zijn, maar het hele dak ligt vol met zonnepanelen dan gaan de energiekosten naar beneden, dus de servicekosten en heeft je huurder een voordeel terwijl jullie de installatie hebben aangebracht en dat remt veel beleggers om de investering te doen, ze zien er niets van terug en het leidt niet tot een hogere huur.

Absoluut, ik zit hardop te denken maar ik vind een pakkend voordeel hiernaast. Ook op een installatie schrijf je af, 15 of 20 jaar, je moet die langere termijn verplichting die moet je meenemen in je contractonderhandeling met je huurder. Dus feitelijk vind ik dat het geen split incentive mogen zijn, feitelijk moet de eigenaar de huurderincentive van maken. Of je nou, om een voorbeeld te geven, het is eigenlijk een palet van het menu die een pand aantrekkelijk maken of niet. En dat is misschien makkelijker in een single tenant dan een multi tenant, waarbij zoals hiernaast zou zeggen, guys we willen jullie echt een duurzaam uitstraling willen geven met jullie elektrisch autootjes... maar daarvoor zouden wij bij wijze van spreken 150 duizend extra moeten investeren om die uitstraling voor jullie voordeel te gaan realiseren. Hoe gaan we dit met elkaar bewerkstelligen, dat is een onderhandeling denk ik. Hoe belangrijk is het voor jullie, zeggen jullie fuck you en we moeten niets doen, dan laten we hem lopen of zeggen jullie we zijn daartoe bereid om twee of drie jaar langer te tekenen of om de huurprijs met index plus iets of whatever. Andere incentives. Defacto je moet het met elkaar willen, je hebt daar een gezamenlijk belang en verantwoordelijk.

Ja, dan is een huuronderhandeling de uitgelezen kans om dit soort afspraken te maken.

Absolut, vind ik wel. Wat je zegt, het lijkt nu een split incentive. De ondernemer of eigenaar staat voor de spuit om het allemaal te slikken om het maar plat te zeggen, hopen dat het pand iets aantrekkelijk is dan het buurpand waar de huurder naar opzoek is. Dat heb je feitelijk als eigenaar een beetje zelf in de hand, maar ze gaan niet altijd samen. Niet alle huurcontracten zijn 10 jaar of meer, alle installaties zijn 15 of 20 jaar investering, het is nooit één-op-één maar dat is niets in het leven. Ik vind het alleen wel gezond als je bij partijen een onderwerp is, ik denk dat jullie er als gebouwbeheerder een rol in spelen en kunnen spelen. Dat je het wel een agendapunt laat blijven, jullie weten ook wanneer de termijnen aflopen waarbij je dat in kan masseren. Je spreekt de gebruikers van het pand en je kan zeggen de eigenaar is wel of niet genegen om xyz met jullie te bespreken. Het is zeker een agendapunt dat je ter tafel moet hebben tussen huurder en eigenaar.

Als we naar de intrinsieke zijde kijken, dus echt naar organisatie, gaf je in je reactie aan dat de aandeelhouder de belangrijkste drijver is achter jullie beleid.

Hier zeker.

Dat snap ik inderdaad in de vorm waarin jullie organisatie in elkaar zit, bij heel veel andere partijen zie je beleid of traditie dat eigenlijk het grootste belang is.

Dat wat, beleidstraditie?

Beleid of traditie eigenlijk de twee belangrijkste drijvers zijn achter verduurzaming.

Dat kan ik me voorstellen, dan heb je het meer over de institutionele kant denk ik.

Ja, dat heb ik niet helemaal uitgesplitst.

Daarbij kan ik me wel alles bij voorstellen, die hebben natuurlijk meer publieke verantwoording wat ik net al zei, die maatschappelijk druk. Als je het uit zou splitsen naar de private kant, maar dat is mijn gevoel, dat zijn meer de vorige generatie die over middelen beschikken om dit te doen en die zijn in 9 van 10 niet zo heel duurzaam. Die doen het meer vanwege het spelletje, het rendement, het esthetische aanzicht van de panden. Mijn antwoord zou daar meer in terug te vinden zijn denk ik.

Een van de grootste belemmeringen die aangeven werd, ook intern, is conventioneel handelen en de bestaande praktijk. We vervangen al 50 jaar gewoon cv-ketels voor cv-ketels en daardoor worden er niet altijd andere opties overwogen terwijl die er misschien wel zijn. Is dat ook hoe jullie, en dat is een moeilijke vraag, omdat het heel erg...

Het jullie terrein is?

Ons terrein is, dat ook, maar als jullie kijken naar verduurzaming kijk je dan ook gewoon naar de bestaande installatie en ga je dan vaak voor een één-op-één optie of worden er standaard ook alternatieve meer duurzame optie overwogen?

In ons model ligt die opdracht vind ik volledig bij jullie, maar dan spreek ik puur voor ons zelf.

Ja, jullie verwacht daar wel echt een stuk advies in.

Absoluut, jullie moeten zeggen je kunt twee nieuwe Remeha's bestellen of je doet een warmte-/koude-installatie waar je x plezier hebt. Of nu Daikin erbij komt, zeggen wij dat is optie nummer 1 en dat is optie nummer 2, maar optienummer 4,5,6 dan krijg je gewoon dezelfde ketels met hetzelfde rendement voor terug. Die rol hebben jullie sterk in de hand, daar zit ook een vertrouwenskwestie wat de kosten/baten en meerwaarde van is. In ons geval ligt die agenda duidelijk bij jullie. Ik merkte hiernaast dat Jeroen ook al ideeën had, of al noemde als je alles er uit gaat slopen, die 46 units en de LBK en de ketels zou je ook kunnen denken aan een warmtewisselaar ofzo.

Ja, je hebt dan veel meer opties. Wat ik zelf veel merk van onze andere opdrachtgevers, we bieden de conventioneel versie aan, maar ook de warmtepomp versie met een ketel ernaast. Dan heb je minder gasverbruik, meer elektraverbruik maar dat kan je compenseren. Daar zit wel nog vaak een prijsverschil tussen natuurlijk, dan wordt toch nog wel de afweging gemaakt laten we dan toch maar voor de ketels gaan we hebben immers al een A-label. Er zit natuurlijk wel een prijsverschil tussen.

Zeker, ik ben niet zo bekend met de subsidielokketen. Dus ik weet niet waar je terecht kan. Gaat dat om tonnen, dan denk ik niet dat het haalt. Althans niet in onze situatie, sterker nog ik krijg het niet terug in de huur en ik kan het niet met de huurder bespreken, wij willen heel graag dit en zien jullie het gemeenschappelijk belang. Dan is het antwoord nee, het is jullie pand je moet het zelf weten. Daar zitten wel een duidelijke rem op verduurzaming.

In die zin blijven jullie ook een ondernemer, die de afweging maakt is dit het waard?

Ja, waar zie ik het rendement in terug en dit zijn wel cruciale kruising ik vind die hiernaast een goed voorbeeld. Stel dat het doorgaat en we gaan over een jaar of anderhalf jaar, daarna sta je weer voor 20 jaar stil. Dan loopt de kwaliteit weer terug, dus als je het niet op de komende kruising doet, dan zit je alweer in 2040 ongeveer.

In die zin is het ook een soort laatste kans, ander loopt het misschien ver van je weg.

Er zou eigenlijk, dat is veel meer beleidsmatige politieke keuze. Je zou daarbij een verlenging of renovatie of iets, als daar regeling voor zou zijn daar kun je daar als overheid een belangrijker rol in spelen om die verduurzaming een versnelling te geven. Maar het is heel onlogisch, het gaat ook tegen de democratie in, het paternalistische, als je een pand hebt ben je eigenaar en ben je daar verantwoordelijk voor. Misschien zit dat meer in mijn politiek aard, subsidie is eigenlijk een hele ongezonde incentive, het werkt markt disruptie. Geef je eigenlijk geld aan iets dat wat niet van jou is, mensen gaan er dingen die ze niet van plan waren of voor ogen hadden of ze misbruiken het. Het levert allerlei gedoe op, ik wil helemaal niet zeggen dat subsidies de oplossing zijn voor verduurzaming. Ik vind subsidies een beetje een oneigenlijk markt instrumenten, maar ik zie ook wel het probleem waardoor het anders niet gebeurt dus ik zeg ook niet dat ik de wijsheid in pacht heb.

Een andere grote belemmering die genoemd wordt is dat duurzaamheid slecht een kleine winst kan brengen. Stel dat je, laten nog eenmaal het pand hiernaast nemen, met de huurder een verlenging aan kunt gaan en je af kunt spreken en we gaan inderdaad x investeren en vervolgens gaat de huur omhoog. Maar niet zoveel dat het risico waard is.

Dan komt je in het speelveld van de ondernemer, wat is het mij waard. Je wilt ook een goede huurder hebben, waar je zorgeloos mee door kan gaan. Ergens ligt er een frictiepunt of kruispunt.

Ik heb de meeste van mijn vragen nu wel kunnen stellen, heb je nog een voorbeeld van een businesscase waarin jullie een pand hebben verduurzaamd had ik er nog op staan, maar dan had ik het wel geweten.

Nee, niet echt. We doen alle dingen die we doen, zoals de klimaatregeling waarvan we kunnen zeggen dat heeft voor een betere inregeling van het gebouw gezorgd. Het was ook op en we hebben inderdaad wel voor een variant gekozen waarbij je beter kunt sturen. Die voel ik niet rechtstreeks in mijn portemonnee denk ik, op termijn hoop ik het wel. Het is up-to-date en beter, we hebben niet een heel pand verduurzaamd.

Nee, maar we zijn nu natuurlijk bezig met de afrekening van 2020 bezig en dat zou een mooi moment zijn om te zien of er qua gas en elektraverbruik iets verbeterd is. Sowieso verwacht ik wel dat het iets lager zijn, gezien de bezetting dus dat is lastig in te schatten.

4.2 Expertinterview Asset Manager Institutionele belegger

5 maart 2021 10.00 tot 10.30, via Teams

De scriptie en enquête is opgedeeld in verschillende onderdelen en de eerst gaat over de relatie tussen duurzaamheid den rendement. Je ziet dat heel veel van de respondenten het theoretisch uitgangspunten een hoger rendement geeft onderschrijven ondanks de investering, maar toch worden ze belemmerd in hun ambitie. Wat is volgens jou de belangrijkste kloof tussen die ambitie en de praktijk om duurzaam te beleggen?

Nou ja kijk, als je het over duurzaam beleggen hebt kijken we daar op twee manieren naar. Enerzijds het nieuwe vastgoed dat je koopt en anderzijds het bestaande vastgoed dat je hebt. Wij hebben duurzaamheid hoog in het vandaal staan, we hebben al jaren een duurzaamheidsbeleid dat steeds geactualiseerd wordt en steeds uitgebreid wordt. Er zijn ook een aantal collega's binnen de organisatie die zich dedicated bezighouden met duurzaamheid. Wij kijken er eigenlijk op twee manieren naar, hoe past nieuw vastgoed in de duurzaamheidsstrategie en visie die we zelf hebben en wat kunnen we in ons bestaande vastgoed doen om de voorraad te verduurzamen. Er zijn ook meerdere initiatieven die wat kleinschaliger zijn, zo zijn we laatst met batterijen aan de slag gegaan om te zorgen dat je de opgewekte stroom van panelen ook bij je houdt en voorkomt dat dit wordt teruggeleverd tegen een lager tarief. Dus ja kloof, uiteindelijk kijk je er ook financieel naar of het

een reëel verhaal is. Als wij verduurzamen in woningen, dat moet dat ook financieel aantrekkelijk zijn voor alle partijen, dus ook voor huurders.

Ik denk met name dat het voor bestaand vastgoed een uitdaging is?

Inmiddels hebben we al behoorlijk wat bestaande woningbouw verduurzaamd. Een aantal jaren geleden zijn we met de eerste complexen aan de slag gegaan. Verduurzamingstrajecten worden met verschillende aannemers gedaan. En ja, wij kijken altijd naar aantrekkelijkheid voor de belegger, maar het moet ook echt aantrekkelijk zijn voor de huurder, tenslotte moet 70% van de huurders instemmen met een eventuele verduurzaming en hierbij is het streven dat een verduurzaming ook van positieve invloed is op de woonlasten. En dat is er best wel veel mogelijk, als je het op die manier insteekt. Maar nu bijvoorbeeld ook met zonnepanelen, we zijn nu zonnepanelen aan het uitrollen op onze eengezinswoningen en appartementen. En dan kijken we daar ook naar wat is de besparing die huurder heeft en is het voor ons een interessante investering. De innovatie op het gebied van zonnepanelen draagt hieraan bij, doordat het opwekvermogen (WP per paneel) van de zonnepanelen steeds verder toeneemt en de investering min of meer gelijkwaardig blijft. Van dit voordeel profiteert de huurder.

In de enquête zie ik ook dat veel van respondenten dat een stukje branding, minder leegstand, hogere huren een belangrijke motivator is. Ik neem aan dat branding in mindere mate van belang is?

De huren spelen ook wel een rol, de markthuur potentie is een belangrijk element van de businesscase. Je hebt enerzijds de huurverhoging voor de zittende huurder, maar ook de markthuurpotentie is een belangrijk element. Dat maakt of breekt je businesscase wel.

Zie je dat ook terug in cijfers, dat bepaalde duurzame complexen om minder leegstand hebben of wordt daar niet op die manier gekeken?

Op basis van de huidige marktomstandigheden zie je dat er meer vraag is dan aanbod in de huurwoningmarkt. Dus dat is lastig vergelijken. We doen ook jaarlijks een huurderstevredenheidsenquête onder huurders en je ziet dat duurzaamheid steeds belangrijk wordt. En alle nieuwe projecten die je nu acquireert, die hebben zonnepanelen en wij proberen die ook vaak te koppelen aan de woningen zodat de huurder hier het voordeel van geniet in de energielasten. Dat doen we nu ook met eengezinswoningen. Bijna alle huurders in een eengezinswoningen krijgen, mits technisch haalbaar, een aanbieding om panelen op het dak te laten plaatsen. Dit gebeurt tegen een huurverhoging, waarbij er een voordeel zit qua rendement (besparing energielasten) voor de huurder. Het hebben van pv-panelen zal naar verwachting steeds meer onderscheidend worden.

Het volgende deel gaat over de kenmerken van een duurzame beleggers. Uit de enquête blijkt dat met name de soort belegger, institutioneel of privaat en vervolgens wel de beleggingshorizon. Is dat ook een van de belangrijkste kenmerken denk je? Jullie worden gekenmerkt door een lange horizon maakt dat het ook makkelijker om met duurzaamheid aan de slag te zijn?

Als je kijkt naar de toekomstbestendigheid van investeringen dan speelt het een superbelangrijke rol dat je voor de langere termijn belegt. Woningvastgoed is een aantrekkelijke beleggingscategorie, daar zit ook zo veel potentie in en dan is het ook logisch dat wij vanuit de investering ook naar de langere termijn kijken.

Maakt dat duurzaamheid ook makkelijk, als je weet dat een complex nog 15 of 20 jaar in beheer hebt. Dan kan ik me voorstellen dan is het ook makkelijker voor een businesscase om te rekenen.

De lange termijn horizon zorgt ervoor dat duurzaamheid als thema niet te negeren valt.

Wat mij verder opviel in de resultaten, want ik heb ongeveer 20 institutionele beleggers en ongeveer evenveel private beleggers en dan nog een stukje fondsmanagers, dat institutionele beleggers het minst optimistisch zijn over de rendementen van duurzaam beleggen. Zou je daar een verklaring voor weten? Terwijl ze historisch gezien het langst daarmee bezig te zijn en over de beste data beschikken, lijkt het erop dat ze het minst hoopvol of optimistisch zijn?

Ik kan niet voor anderen spreken, maar wij zijn daar wel optimistisch over en dat zie je ook wel in het integraal onderdeel van duurzaamheid in ons beleid, ons businessplan en de jaarstukken. Daar speelt het echt een hele belangrijke rol, ik ben er juist wel optimistisch over. Je ziet ook dat regelgeving daar meer vanuit gaat. Als je de BENG-eisen ziet die vanaf 1 januari gelden, je ontkomt er niet meer aan. Transformaties is altijd wel een lastige, maar transformatie gaat steeds belangrijker worden en zou ook meer een rol kunnen spelen voor een impuls aan de woningmarkt. Nu zie je wel dat het wat lastiger om dat je vanaf een bestaand gebouw uitgaat, alle plannen die wij vandaag de dag gepresenteerd krijgen ontkomen er niet aan dat ze aan de hoge eisen moeten voldoen.

Is dat ook de belangrijkste drijver, regelgeving?

Op een gegeven moment krijg je niets anders meer aangeboden, het geeft een hele belangrijke impuls aan nieuwbouwprojecten dat het er sowieso aan moet voldoen. Ik wil niet zeggen dan ontkom je er niet meer aan. Maar goed in die zin kijken we ook in de spiegel, een aantal jaar geleden hebben we die route ingezet en dat was los van regelgeving. We hebben geprobeerd om daar een stukje in voorop te lopen en initiatief daarin te nemen en nu zie je dat de nieuwe projecten hier sowieso aan voldoen.

Regelgeving is dus niet echt een grote druk, dat is meer dat de standaard waar jullie je portefeuille aan meten?

Die drukt ligt meer bij de ontwikkelaar, dat hij overal aan moet voldoen en de boxen moet checken wat betreft duurzaamheidseisen. Dat doet natuurlijk ook wat met de prijs, daar hoeven we ook niet geheimzinnig over te doen. Maar nog steeds wordt er een prijs betaald die refereerbaar is aan vergelijkbare transactie die in de markt plaats vinden. Het moet ook een marktconforme prijs blijven voor ons. De concurrentie is wel sterk voor wat betreft investeerders in de Nederlandse woningmarkt.

Ja is dat zo, ik zit zelf niet in de woningmarkt, maar is dat iets dat heel erg speelt in de woningmarkt dat er veel concurrentie ervaren is van buitenlandse partijen?

Er zijn ook steeds meer buitenlandse investeerders in de Nederlandse woningmarkt, je hebt ook rapporten van marktpartijen die de laatste tijd zijn verschenen waar dit nader in belicht wordt. Je ziet wel dat buitenlandse investeerders zich op de markt begeven wat betreft woningen, dat is een hele aantrekkelijk markt. Sommige partijen bouwen in korte tijd een grote portefeuille op.

Als we even teruggaan naar regelgeving, die is al best wel stevig. Denk je dat er voor ontwikkeling nog ruimte in zit, dat de regelgeving nog strikter wordt gehandhaafd de eisen hoger worden gesteld?

Ja, ik denk eerlijk gezegd dat ze steeds strenger zullen worden. Zeker duurzaamheid gaat een steeds belangrijkere rol in de maatschappij spelen en dat zal ook vanuit regelgeving merkbaar zijn. Kijk maar eens naar de overheid met Paris Proof en 2050 en wat er voor huisbezitters allemaal nodig is om de voorraad te verduurzamen. Dat is een enorme opgave, dat is het makkelijkst om de nieuwe aanwas dat het sowieso voldoet aan de regelgeving, uitgangspunten en ambitie die je hebt. Gasloos bijvoorbeeld, dat is voor huizenbezitters sowieso een enorme uitdaging. Laat staan voor alle corporaties die duizenden woningen hebben en die ook die opgave wellicht op termijn in moeten gaan invullen.

En zou zo'n uitdaging dan ondersteund kunnen worden met een stuk subsidie? Want naast regelgeving heeft overheid natuurlijk nog subsidie om een bepaalde ontwikkeling te stimuleren?

Dat is altijd een belangrijk element, maar dat gaat meer over het kasboekje van de ontwikkelaar.

Want in een exploitatieproject waarbij jullie en complex verduurzamen maken jullie geen gebruik van subsidies?

Jawel, maar ik bedoel bij de nieuwe aanwas dat is het met name het kasboekje van de ontwikkelaar en daar krijgen wij niet zoveel van mee. Wij hebben ook verduurzaming gedaan, waarbij we op overheidssubsidies een beroep hebben gedaan en dat draagt wel bij aan de businesscase.

Is voor gevoel voldoende subsidie beschikbaar en voldoende duidelijk?

Nou ik kreeg toevallig vorige week een overzicht van een collega doorgestuurd met welke subsidies zijn er nu allemaal. Ja, het is best wel lastig. Omdat de pot een bodem heeft en die wordt bereikt. Ik denk je moet je er even in verdiepen en als professionele partij moet je dat scherp in beeld hebben. En dat zie je ook wel bij verduurzaming, dat de aannemer ook heel goed weet wat daar zit, dat is hun expertise en dat helpt natuurlijk ook voor hun om een scherpe aanbieding te maken.

We hadden het er net al even over, zonnepanelen op het dak aanbrengen en dan een kleine huurverhoging. Wat je bij veel kantoorverduurzaming in ieder geval ziet is een split-incentive, de verhuurder die investeert om een pand duurzamer te maken en de huurder geniet daar de opbrengsten van en zeker op de korte termijn staat de huurverhoging niet in verhouding tot de investering. Ervaren jullie dat ook zo in woningbeleggingen?

Dat is een verhoging voor de zittende huurder en een stukje markthuurverhoging voor de nieuwe huurder, maar dan rekenen wij hem altijd nog in het voordeel van de huurder uit.

Maar dat overtuigd een huurder dan ook om inderdaad die zonnepanelen dan aan te schaffen?

Je moet het wel interessant maken voor de huurder, die gaat geen huurverhoging betalen als hier geen voordeel voor hem of haar in zit.

Nog heel even kijkend naar de intrinsieke zijde, de organisatie. Zijn beleid en traditie binnen de organisatie van groot belang bij duurzaamheid?

Nou goed, de organisatie is een verzekeraar van origine en hier ligt ook de oorsprong van een deel van het vastgoed van de fondsen. Op een gegeven moment is dit overgegaan naar fondsen waar ook externe investeerders in kunnen participeren. We zijn wel een duurzaam bedrijf, dus ik denk dat het heel erg in de genen zit. En doen we op allerlei vlakken. Zowel intern in de bedrijfsvoering als in de externe producten die worden aangeboden zie je dat duurzaamheid een steeds belangrijker onderdeel wordt, zo ook de verzekeringsproducten. Het zit heel erg in het DNA en dat is denk ik superbelangrijk, dat je daardoor er ook wel eerder over nadenkt en het onderdeel laat zijn van besluitvorming.

En is dat bij medewerkers ook zo, dat het bij hen in het DNA zit?

De positionering van onze organisatie als merk heeft de laatste jaren een vlucht genomen in de positieve zin. Ze hebben echt gewerkt aan de naams- en merkbekendheid en dat zorgt voor het aanspreken van een bepaalde doelgroep en daarmee moet je je enigszins verbonden mee voelen. Persoonlijk merk ik dat wel, als je merkt dat het in de dagelijkse gang van zaken dat het belangrijk is en je voelt je er enigszins verbonden mee dan betekent of je het naar je zin hebt, ja of nee. En als je er helemaal niet mee verbonden bent, dan moet je je afvragen of dit dan de plek is waar je wilt werken. En uiteindelijk denk ik wel dat het een verband heeft met elkaar, hoe het DNA van het bedrijf en de medewerkers is.

Ik zag dat ook wel terug in de enquête, de organisaties met een sterk beleid ook medewerkers persoonlijk gecommitteerd zijn aan het doel. Andere kant worden ze ook vaak geremd, doordat men een duurzame investering vergelijken met een conventionele investering en hoe we nu eenmaal gewend zijn om dingen te doen. Herken je dat en hoe zouden we daar overeen kunnen stappen?

Nou goed weet je, het gaat altijd hand in hand. Duurzaamheid is een belangrijk onderdeel van investering, maar het moet ook wel renderen. Dat is de bakermat van een belegger, er moet uiteindelijk ook een stukje rendement verantwoord naar de partijen die vertrouwen in je hebben. Wat mij betreft gaat het hand-in-hand. Vandaag de dag, maar dat gold ook al voor een investering van 10 jaar geleden. In veel van de investeringen die we doen nemen we ook altijd een budget op voor een bijdrage aan de buurt. Daar zit vaak geen business case achter, maar daar is wel budget voor.

Dat is echt iets wat je als een soort maatschappelijke verantwoordelijk ziet, dat je meer doet voor de buurt dan alleen woningen faciliteren?

Ja, en duurzaamheid is ook echt gewoon een belangrijk paragraaf in onze investeringsvoorstellen die we hebben. Dat je ook kijkt, welke bijdrage levert dit? Je ziet ook dat het steeds meer positie inneemt in investeringsbeslissingen en zo is dat op ieder organisatieniveau. En ook impact investing zie je steeds meer als terminologie voorbijkomen. Welke impact maak je nu met een investering? Dat wil je ook steeds meer meetbaar maken en daar zijn wel ook steeds meer mee bezig.

Nog een laatste vraag, heb je een voorbeeld van een succesvolle businesscase waar jullie inderdaad een complex hebben verduurzaamd of een heel duurzaam complex hebben aangekocht dat je als voorbeeld kunt geven?

Waar ik zelf bij betrokken ben is een, ik zit ongeveer 2,5 jaar op deze positie, toen ik de portefeuille overnam van een collega die is overgegaan naar een andere regio waren we bezig met een verduurzaming eengezinswoningen. Dat waren woningen verdeeld over twee types. Een type met een punt dak en een type met een dak waar ook een dakterras op zat. Voor beide types is een mogelijke verduurzaming onderzocht. Uiteindelijk hebben we moeten concluderen dat het voor de helft van de woningen wel interessant was om te verduurzamen maar voor de ander helft niet. Dat had deels te maken met het rendement op de investering, maar ook voor de huurders leverde dit niet voldoende voordeel op. De zonnepanelen waren een belangrijk onderdeel van de businesscase, dat merkt de huurder meteen in de portemonnee omdat dit de energielasten omlaag brengt. Ik vond dat wel een interessante casus, want we hebben op een gegeven moment ook wel uit moeten leggen aan de bewoners, het was zowel voor de belegger als de huurder niet interessant genoeg. Op het moment dat we een huurverhoging vragen, moeten we daar wel een besparing tegenover zetten. En als je de besparing niet realiseert of die huurverhoging zit heel dicht bij de besparing dan zet dit de haalbaarheid ook onder druk. Het rendement moet aan de kant van de huurder en de kant van de belegger zitten en dat samenspel dat zag je daar samen komen, wat ertoe leidde dat we de helft van de woningen wel verduurzaamd hebben en de andere helft niet. Voor de andere woningen is vervolgens een andere strategie gekozen.

Mooi voorbeeld, dat je uiteindelijk moeten besluiten om een deel wat niet meer in je strategie past af te stootten. En dan moet je echt op complexniveau kijken en blijkaar nog dieper dan complexniveau naar woningtype. Ik heb verder geen vragen meer, hartelijk dank voor je tijd!

4.3 Expertinterview Bart Scholten van APF International

11 maart 2021 15.25, Telefonisch met behulp van aantekeningen

Hi, goedemiddag we hadden om half vier afgesproken toch? Ik pak even mijn aantekeningen erbij.

Goedemiddag, ja ik dacht ik bel je iets eerder aangezien ik om vier uur weer een volgend overleg heb volgens mij.

Geen probleem, ik ben zover en dank dat je de tijd hebt genomen. Vorige interviews waren ook circa dertig minuten dus dat gaat wel goed komen.

Hoe gaat het, je schrijft een scriptie of hoe heet het?

Ja, ter afsluiting van de MSRE ben ik bezig met afstuderen. Een onderzoeksvorstel schrijven, onderzoek doen en dan er afsluiting een scriptie. Nog een paar weken als het goed is.

Over duurzaamheid, waarom schrijf je daarover?

Ik ben ooit bij Yield Plus komen werken omdat het een duurzame vastgoedmanagementorganisatie is. Waar je, door middel van vaste servicekosten, ook als property manager kan investeren in panden. Mooi idee, maar dat valt in praktijk wel tegen. Ook in projecten loop ik hiertegen aan, verduurzaming is toch minder eenvoudig dan gedacht. Ik wilde onderzoeken waarom. Als je persoonlijk keuzes maakt voor een duurzame levensstijl, ga je dingen laten of juist doen. Minder rijden, geen vlees, afval scheiden enzo. Ik wilde weten hoe dat op grote schaal zou zijn, hoe dat bij jullie, beleggers gaat.

De looptijd van de vaste servicekosten contracten zijn eigenlijk te kort om tot echt te kunnen investeren.

Precies, in 2019 heb ik Nutricia verlengd met drie jaar en dan moet je in de eerste maand al je investeringen doen wil je die terugverdienen in drie jaar tijd. En binnen drie jaar tijd is het lastig om iets terug te verdienen, we hebben gekeken naar LED of appendages installeren maar dat blijkt lastig.

Toen ik nog bij Ping Properties werkte, hebben we het kantoor van Tennet ontwikkeld, in Arnhem samen met de BAM. Er was een bouwplan gemaakt en toen we met hen een SLA waren overeengekomen waarbij ze 10 of 5 jaar, verschillend per onderdeel, lang verantwoordelijk waren voor onderhoud gingen ze toch andere keuzes maken in het bouwplan. Omdat ze verantwoordelijk bleven, gingen ze in de bouw zaken zo aanpassen die op de lange termijn beter waren en minder kostte in onderhoud. Dat deden ze voor zichzelf. Dat is ook een vorm van duurzaamheid.

En toch servicekosten zijn een issue bij veel huurders, die belanden op het bureau bij de directeur of de officemanager en niemand wil er veel aandacht aan besteden. Servicekosten zijn niet sexy, ik heb ook een aandeel in SKN die onderzoeken servicekosten voor huurders. Als ze te veel op kosten drukken gaan beheerders dwarsliggen, de beoordeling zou ook meer advies over verduurzaming kunnen geven, waar iedereen beter van wordt. Is bij jullie overigens niet aan de orde. Maar neem Randstad in Flow Building die beginnen te steigeren bij een verhoging van 2 euro. Stel we zouden het kostenniveau vijf jaar handhaven en deze investeren in duurzaamheid, daarmee gaan ze niet akkoord.

Dat zou eigenlijk later komen, maar dat is een splitincentive, het gat dat ontstaat als verhuurder investeert en de huurder de baten heeft. Hoe voorkomt je dat? In Amerika wordt volgens mij veel meer all-in gehuurd, is dat een oplossing?

Dat klopt, maar dat is lastig in de praktijk te brengen als het niet marktconform is. Stel we zetten een kantoor in de markt voor 200 inclusief, en de concurrent voor 130 met servicekosten van 30 Euro. Een huurder kan dit gat niet verklaren en geeft aan dat de verhuurder met een huur van 130 aangeeft dat het servicekostenlevel 30 euro is. Dat het achteraf in praktijk anders blijkt doet hier niets aan af. En dit geeft ook problemen bij taxatie, dus dit zal altijd gesplitst moeten worden.

Daarbij stel je hebt een trackrecord van drie jaar dat je hiermee 50k wint. Een eventuele koper kijkt daar niet na. Deze opbrengst wordt niet gekapitaliseerd bij verkoop. Servicekosten zijn voor hen een gesloten kasstroom wat er in komt gaat er ook uit zonder marge. Hier wordt veel te weinig onderzoek naar gedaan tijdens de DD, wat later nare discussies kan geven.

Ook als je het beperkt tot gas/water/elektra en overige services wel af zou rekenen?

Ja, het is niet marktconform. De huurder en taxateur kunnen hier niet mee omgaan en kan je belemmeren in aan- of verkoop omdat het minder inzichtelijk is, niet standaard. En de huurder is ook wantrouwig, dan kopen ze het zelf wel in. Het enige dat hun zou overtuigen is je inkoopvoordeel, omdat je groot in koopt, dan moet dat je verhaal zijn.

Zeker, maar ik moet iets meer structuur aanbrengen in het interview, in principe valt het in vier delen uit elkaar en gaat het eerste stuk over de relatie tussen duurzaamheid en rendement, theoretisch aangetoond maar in praktijk blijkt het een stuk lastigere. Wat remt die ambitie?

Hoe is dit aangetoond? Zijn duurzame panden niet nieuwere en daardoor op aantrekkelijke locaties tegen hogere huren gebouwd?

Misschien, maar in veel van de literatuur wordt middels een attributieanalyse van de huurprijs van uitgesplitst naar de component van locatie, bouwjaar en duurzaamheid gemeten naar label. Je ziet een meerwaarde in huren, minder leegstand en hogere verkoopwaarde, zaken die ook weer samenhangen misschien.

Duurzaamheid wordt bij ons vooral commercieel gedreven, als een huurder richting een verlening gaat en bereidt is hiervoor te betalen of om een pand in te markt te zetten, te onderscheiden van de directe concurrentie. Dan zien we zeker een meerwaarde in het verduurzamen van vastgoed, dan gaan we daarvoor.

Zoals nu bij Atradius, die willen graag naar een A-label toe en eventueel BREEAM of LEED.

Precies, maar zij willen ook minder meters en meer flexibiliteit en ook nog duurzaam en dezelfde prijs.

Dat zag ik ook in de enquête wel terug, branding van een object lijkt de meest belangrijke motivatie om te verduurzamen. Speelt dat voor jullie ook zo?

Branding weet ik niet, op een gegeven moment kun je ook niet meer anders. Voor je positie in de markt kun je soms niet meer anders, dan moet je onderscheiden. Zeker, als je achterloopt ten opzichte van directe concurrerende gebouwen. Maar ik denk dat voor veel huurders de keuze tussen een A of een C label minder belangrijk is, zolang het maar boven de C is dan kan de box afgevinkt worden. Voor sommige huurders is het wel een must, die gaan voor een A-label gebouw. Zoals gezegd, een A-label moet ook commercieel interessant zijn. Bij kortgeld moet het ook snel renderen, dan helpt een label wel. Financiering is sowieso heel belangrijk, zij stellen eisen aan het vastgoed en bij slechtere labels neemt voor hun het risico toe. Maar anderzijds, wij kopen ook wel eens slechte panden, als zij niet willen financieren is er altijd wel een andere partij, je voorwaarden zijn alleen minder goed. Juist deze panden kunnen grote stappen maken.

Maar wordt er zover aan gerekend, dat je ook naar veranderde financieringsvoorwaarden kijkt?

Nee, dat gaat te ver maar in praktijk werkt het natuurlijk wel zo.

Als we kijken naar kenmerken van duurzame beleggers, noemen veel respondenten soort belegger en horizon, zijn dat volgens jou de belangrijkste eigenschappen? Wellicht kun je dan ook een investering beter samen laten vallen met een noodzakelijke vervanging?

Dat hoeft volgens mij niet zo te zijn, maar duurzaam beleggen met een langere termijn is wel minder risicovol omdat je meer tijd hebt om je verduurzaming terug te verdienen. Maar ook daarbij is het wel een commerciële afweging.

Zoals bij ASR, dat een zonnepaneel een huurverhoging geeft van 2 euro per maand over de hele looptijd van de investering.

Precies, op een langere termijn maar zeker ook bij woningen is verduurzaming wel gemakkelijker.

Bij de Joop Geesinkweg bijvoorbeeld, dien ik een aanvraag in voor het vervangen van een ketels met twee opties. Investering 60k voor 15 jaar of 75k voor 25 jaar, moet hier niet nog een alternatief bij, een warmtepomp bijvoorbeeld?

In 2050 moeten we gasloos zijn toch, dat is althans het streven? Nu een ketel vervangen voelt dan wellicht vreemd, maar dat is nog 29 jaar van ons weg. Het hangt ook heel erg van het duurzame alternatief af. Is het 500k voor een duurzaam systeem dan, worden het ketels maar aan de andere kant als het uiteindelijk een afslag wordt op de verkoopwaarde dan investeren we 500k. Want de koper zal bij de afslag 500k+20% services rekenen enen 600k van de verkoopprijs willen. Dan gaan we het natuurlijk zelf doen, de eventuele afslag op de verkoopwaarde is ook een trigger. De horizon is van belang, maar de aanpak wordt ook bepaald door kortgeld. Nog een voorbeeld, we hebben recent 146 appartementen gekocht in Rijswijk, met een gasinstallatie. Die gemeente is nog ambitieuzer en wil graag eerder los van gas, dat hebben we tijdens de onderhandeling een heel drama van gemaakt. Dat we het zo niet af konden nemen, omdat het een enorme investering vergt om het klaar te maken voor de toekomst.

Naast een reguliere ketel renovatie, ook standaard een duurzame optie aanbieden en besluitvorming afhankelijk van de plannen?

Ja, dat is ook jullie rol.

Institutionele beleggers lijken minder optimistisch over het rendement van duurzaam beleggen, zou je hiervoor een verklaring weten?

Sorry wie zijn er optimistisch over?

Minder optimistisch, de institutionele beleggers. Althans zo lijkt het in de enquêteresultaten, terwijl je zou verwachten dat ze meer ervaring hebben omdat ze 15 jaar geleden al met de materie bezig waren.

Institutionele partijen kunnen ook niet meer anders, ESG is daar al langer een belangrijk onderdeel. Wat ik al aangaf, de termijn is van belang maar ook de wijze van financiering. Voor ons moet het ook commercieel interessant zijn om te verduurzamen.

Is regelgeving voor jullie een belangrijke drijver, zo lijkt het wel in de enquête naar voren te komen.

Regelgeving is meer een van de voorwaarde, waarmee we moeten werken maar we zijn commercieel gedreven.

Denk je dat er nog ruimte is om deze aan te scherpen?

De regelgeving van labels is ook aangescherpt, met de recente wijzigingen wordt het steeds lastiger om tot een A-label te komen. Vandaar dat we nog eind vorig jaar labels nog diverse hebben aangevraagd zodat we 10 jaar vooruit kunnen, daar weet jij alles van.

Maar in Utrecht ontwikkelen we nu Central Park, recent hebben we laten onderzoeken wat het zou kosten om het pand Paris Proof te maken. Het pand heeft al een BREEAM Excellent certificaat, maar wij kijken verder omdat twee grote huurder het belangrijk vinden of zeggen het belangrijk te vinden. Daarom kijken we verder en nu onderzoeken we de mogelijkheid om een stuk bosgrond te kopen ter compensatie. Als je daar meer over wilt weten moet je eens met Matthijs bellen die is daar druk mee.

Als we naar intrinsieke belemmeringen kijken zijn conventioneel handelen en de bestaande praktijk een rem op nieuwe ontwikkelingen. Herken je dat?

Conventioneel handelen of de bestaande praktijk is aan het management om dit te doorbreken. We moeten dit top-down sturen en aangeven wat wij belangrijk vinden en de mensen uitdagen. De vastgoedsector is niet heel vooruitstrevend daarin, maar er zijn wel voorbeelden van. Bouwinvest is hier al langere tijd actief mee bezig, zij hebben een goed verhaal. Je zult ook zien dat huurder graag bij deze verhuurder horen op langere termijn. Als je kijkt naar OVG of EDGE, Coen van Oostrum met die mini's vanuit Las Palmas toentertijd. Deels uitstraling of window dressing maar het werkt wel.

Edge is inderdaad een mooi voorbeeld, zij hebben op dit moment mooie projecten. Heb je zelf nog een mooie casus van duurzaamheid uit jullie portefeuille?

Duurzaam gaat misschien ook wel verder, door een stukje vernieuwing van bestaand vastgoed. Zoals de Lange Vijverberg in Den Haag, dat ken je wel. Heeft jarenlang leeg gestaan en door een mooie herbestemming geeft het terug aan de stad, waar je trots op kunt zijn. Of de Nieuwe Vaart met Oracle, daar zijn nieuwe installaties in gegooid en de gevel is vernieuwd. Volgens mij heeft het ook een A-label gekregen. Of als je veel grootschaliger kijkt, de Boompjes 60 waar een oud leegstaand pand in geheel vervangen wordt door hoogwaardig wonen.

Dat is inderdaad ook zo, ik heb voor nu veel antwoorden gekregen. Dank voor je tijd!

Geen probleem, als je nog vragen hebt of een concrete business case nodig hebt, dan hoor ik het graag. Over Central Park kun je altijd even met Matthijs bellen.

