

Dubbele materialiteit en regie in vastgoedbeleggingen: de rol van institutionele beleggers in verduurzaming

De verduurzaming van de vastgoedsector is geen kwestie meer van ambitie, maar van noodzaak. Tegelijkertijd roept dit fundamentele vragen op: wie is verantwoordelijk voor deze transitie? Hoe ver reikt de rol van beleggers? En hoe verhoudt maatschappelijke impact zich tot financieel rendement? Dit artikel verkent hoe institutionele vastgoedbeleggers navigeren tussen regelgeving, maatschappelijke verwachtingen en eigen duurzaamheidsambities. Het schetst de stand van zaken rond ESG en impactbeleggen, onderzoekt het concept van 'dubbele materialiteit' en laat zien hoe beleggers door regie en samenwerking de verduurzaming van de vastgoedketen kunnen versnellen.

Hans Op 't Veld

INLEIDING

Duurzaamheid is een essentieel aspect van de huidige (vastgoed)beleggingssector. Dit geldt zowel voor milieuaspecten als voor maatschappelijke uitdagingen. Nu we met grote regelmaat worden geconfronteerd met de gevolgen van klimaatverandering en het debat over zaken als betaalbaarheid van woonruimte hoog op de agenda staat, is er veel aandacht voor. Dat vastgoed in beide domeinen een belangrijke rol speelt, behoeft geen betoog. Partijen in de vastgoedwereld haken hierop aan, enerzijds gedreven door regelgeving en anderzijds door druk vanuit 'stakeholders', zoals aandeelhouders, klanten en overheden. In toenemende mate voelen beleggers de noodzaak om te praten en te rapporteren over dit onderwerp.

Gelijktijdig is er discussie over de verantwoordelijkheden van marktpartijen in de uitdaging van verduurzaming. De kernvraag is of – en in welke mate – verschillende actoren in de vastgoedmarkt een rol te spelen hebben in het dossier en tot hoe ver deze verantwoordelijkheid strekt. Is dit puur het managen van financiële risico's, of omvat dit tevens de evaluatie van gevolgen van handelen op milieu en maatschappij? Dit is een uitermate belangrijke vraag, niet alleen omdat twijfel hierover vertraging oplevert in de verduurzaming,

maar ook omdat het de coördinatie van bijdragen aan duurzaamheid in de keten bemoeilijkt.

Tegen deze achtergrond bespreekt dit artikel de stand van zaken in de vastgoedsector vanuit het perspectief van de belegger. Door zowel naar de wetenschappelijke literatuur te kijken als naar de discussie in het werkveld, ontstaat een beeld van de stand van zaken. Het artikel is als volgt ingericht: de eerste paragraaf bespreekt de stand van zaken rondom het denken over duurzaamheid in de beleggingsindustrie aan de hand van literatuur. De tweede paragraaf belicht de wijze waarop beleggers sturing aanbrengen op duurzaamheid. De wijze waarop partijen denken over het invullen van duurzaamheid geeft hierin richting voor het formuleren van onderzoeksvragen voor de vastgoedbeleggingspraktijk in de derde paragraaf. Paragraaf vier is het afsluitende deel met een conclusie en suggesties voor het versnellen van het debat.

DE ROL VAN DUURZAAMHEID IN BELEGGEN

Beleggers zijn op de eerste plaats financieel gemotiveerd en hebben als kerndoelstelling om financieel rendement te genereren. Deze taakstelling is verankerd in wet- en regelgeving. Kernvraag voor beleggers is daarom of het rekening houden met duurzaamheid geld kost of ceteris paribus juist geld

oplevert – en of deze overweging de basis moet zijn van de motivatie om aan dit onderwerp aandacht te besteden. Hierover verschillen de meningen fundamenteel. Het onderwerp is niet nieuw, maar is al sinds het beroemde artikel van Milton Friedman in 1970 in het New York Times Magazine onderwerp van debat. In het artikel stelde de auteur dat het de verantwoordelijkheid van ondernemingen is om winst te maken en niet meer dan dat. Meer dan 50 jaar later zien we nog steeds dat hierover veel discussie is, niet in de laatste plaats in het domein van de institutionele beleggers. Zij hebben immers een ‘fiduciare verantwoordelijkheid’ om in het belang van hun klanten te handelen. Dat is uit te leggen vanuit een puur financiële blik, maar kan ook meer omvatten, zoals het belang om een leefbare wereld te hebben. Immers, de klanten van bijvoorbeeld een pensioenfonds zijn gebaat bij dit streven. Het Rijnlandse model graveert naar een ruimere opvatting van fiduciare verantwoordelijkheid, terwijl het Angelsaksische model een meer strikte – op de Friedman ‘doctrine’ gestoelde – interpretatie hanteert.

Duurzaamheid als onderwerp heeft zich door de tijd heen ontwikkeld. Eerst was er vooral aandacht voor financieel-materiële onderwerpen. Hierin was vooral het reduceren van risico belangrijk, om de risico-rendementsverhouding van beleggingen te verbeteren. Het rekening houden met in de Engelse taal Environmental, Social en Governance (ESG) aspecten beoogt dit te doen. Dit past pri-

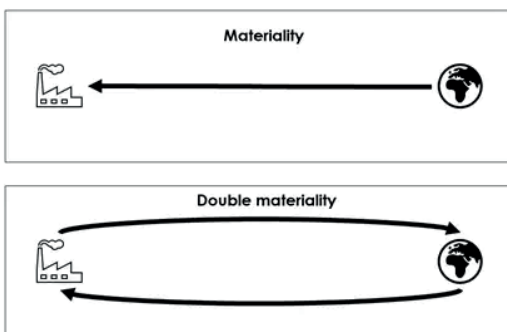
ma in een enge opvatting over fiduciaire verantwoordelijkheid, gegeven de doelstelling om de beleggingsprestaties te verbeteren. Met name in de laatste tien jaar, en vooral sinds de introductie van de duurzame ontwikkelingsdoelen van de Verenigde Naties (de Sustainable Development Goals of SDGs), is er ook aandacht voor ‘dubbele’ materialiteit. Dit betreft onderwerpen waar niet de verbetering van financiële prestaties, maar vooral de verbetering van maatschappelijke prestaties voorop staat in de afweging welke duurzaamheids-onderwerpen te adresseren. Waar ESG gaat over de wijze waarop de beleggingen geraakt worden door duurzaamheid, gaat dubbele materialiteit ook over het omgekeerde: hoe beïnvloeden beleggingen de duurzaamheid van de wereld?

Het concept van dubbele materialiteit is inmiddels verankerd in de (Europese) regelgeving waar beleggers aan dienen te voldoen. Dit is zichtbaar in de Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en de EU Taxonomy for Sustainable Investments (de EU Taxonomy), twee regelingen die gericht zijn op respectievelijk de rapportage over duurzaamheidsambities van beleggers en de definitie van activiteiten die bijdragen aan duurzaamheid. Beleggers dienen onder de regelgeving te rapporteren of en op welke milieu- en maatschappelijke (alleen SFDR) doelen ze een bijdrage willen leveren. Als beleggers een specifieke bijdrage leveren, dan dient dit onderbouwd te worden, ter voorkoming van ‘greenwashing’, de situatie waarin een product claimt een bijdrage te leveren, maar dit in werkelijkheid niet doet. Beleggingen met de intentie om specifieke duurzaamheidsdoelen te bereiken worden ook wel impactbeleggingen genoemd. De meest gehanteerde definitie hiervan komt van het Global Impact Investing Network (GIIN): “Impactbeleggingen zijn beleggingen die gemaakt zijn met de intentie om positieve, meetbare sociale of milieu-impact te genereren naast een financieel rendement”.

STURING DOOR BELEGGER

Ondanks het belangrijke verschil in visie wordt het onderscheid tussen ESG en impact vaak vergeten in de praktijk. Zoals eerder aangegeven zal

FIGUUR 1 ► SCHEMATISCHE VERGELIJKING VAN ENKELE EN DUBBELE MATERIALITEIT



Bron: London School of Economics and Political Science

men bij ESG kiezen om aandacht te schenken aan duurzaamheidsonderwerpen die op de financiële prestaties van beleggingen invloed hebben. Het belangrijkste onderwerp in dit spectrum is klimaatverandering. Risico's door klimaatverandering zijn groot, of deze nu door zeespiegelstijging of door storm- en brandschade veroorzaakt worden (om maar twee voorbeelden te noemen). Deze risico's kunnen zowel betrekking hebben op het moeten aanpassen van de portefeuille om het hoofd te kunnen bieden aan de klimaatverandering (adaptatie), dan wel op het voorkomen of beperken van verandering (mitigatie). Om de waarde van de beleggingen te beschermen, zullen beleggers daarom rekening houden met duurzaamheidsrisico's. Een tweede benadering is de benadering vanuit een impactdoelstelling. In het impactspectrum hebben beleggingen die naast het behalen van het financiële rendement mede gericht zijn op het realiseren van maatschappelijke waarde, zoals toegang tot betaalbare gezondheidszorg, tevens invloed op de beleggingskeuze. Deze maatschappelijke 'winst' zal voor de hand liggen, maar is moeilijker te meten. Desalniettemin ligt de nadruk hier minder op het financiële aspect bij het selecteren van doelstellingen. Het is daarom voor de hand liggend dat deze tweede benadering kan leiden tot keuzes die op gespannen voet (lijken te) staan met een puur financiële taakopvatting van beleggingsorganisaties. Sommige economen waarschuwen om op te passen met het te ver doorvoeren van duurzaamheidsambities in beleggingsbeleid (Bauer, van Binsbergen en Eijling, 2025). De discussie is mede op gang gebracht doordat (vastgoed)beleggers steeds nadrukkelijker een profiel aan het opbouwen zijn waarin aandacht wordt gevestigd op het nastreven van maatschappelijk rendement. De vraag die zich hiermee aandient, is of de belegger dan ook handelt in het belang van de eindklant (en zich daarmee ook daadwerkelijk als fiduciair opstelt). Zeker waar de klanten niet bevraagd zijn of hele verschillende opvattingen hebben, is dit moeilijk te beantwoorden. Of het financiële rendement bij het nastreven van duurzaamheidsvoordelen naar verwachting even hoog is als wanneer hier geen rekening mee gehouden

zou worden (en zo ja, hoeveel en gemeten op welke horizon) is onduidelijk. Meestal wordt hier ook in de uitingen van beleggers niet over gerept, wat de verwachting wekt dat de bijdragen aan duurzaamheidsdoelen naar verwachting niet leiden tot materieel andere beleggingsprestaties dan een generieke belegging.

Het is inderdaad moeilijk om bewijsmateriaal te verzamelen, zowel over de financiële als over de maatschappelijke bijdragen aan duurzaamheid in beleggingen. In dit blad is eerder betoogd dat aandacht voor (maatschappelijke) impact in het vastgoed waarde zou vernietigen en derhalve vanuit financieel perspectief geen verstandig idee is (Eichholtz, 2023). Deze stelling is gebaseerd op een onderzoek (Barber et al., 2021) dat erop wijst dat impactbeleggers in venture capital fondsen genoeg hebben moeten nemen met lagere financiële (vastgoed)rendementen. Later onderzoek, gepubliceerd in hetzelfde journal als waarin Barber et al. publiceerden, geeft een genuanceerder beeld (Jeffers et al., 2024), waarin de beleggingsresultaten van impactbeleggingen niet materieel lijken te verschillen van beleggingen zonder een impactdoelstelling. Volgens onderzoek van de GIIN (het Global Impact Investing Network) is het zelfs zo dat impactbeleggingen structureel een beter rendement realiseren dan 'traditionele' beleggingen. Het debat over de relatie tussen financieel rendement en duurzaamheidsambities is dan ook geenszins voltooid. Het complexe van veel academische studies is dat ze zich vaak gedwongen concentreren op effecten op de korte termijn, met wisselende definities en vaak onduidelijke metingen. Dit is verklaarbaar uit de relatief recente belangstelling voor het thema, waardoor historische gegevens niet zomaar voorhanden zijn.

Het is dus zaak om enerzijds het bewijsmateriaal te verbeteren en anderzijds de vraag te beantwoorden wat de tolerantie is voor schommelingen in rendement op korte termijn. Vooral de kwaliteit van data is een twistpunt, doordat de basis van de beoordeling nogal verschilt (Bauckloh et al., 2024). Dit effect kenden we al van ESG-data (Berg et al. 2019; Bassen et al., 2021), maar is voor

duurzaam beleggen nog uitdagender doordat het een uitspraak vraagt over de aard van de maatschappelijke bijdragen van de beleggingen. Academische onderzoeken kijken naar pure impactbeleggers. Dit worden ‘concessionele’ beleggers genoemd, omdat ze er bewust voor kiezen het maatschappelijke of milieurendement te prioriteren boven financieel rendement. Institutionele beleggers kunnen dit niet en zijn dus geen impactbeleggers pur sang, omdat ze het belang van impact niet (kunnen) laten prevaleren boven financiële rendementen, maar wel de ambitie hebben om positieve bijdragen te genereren.

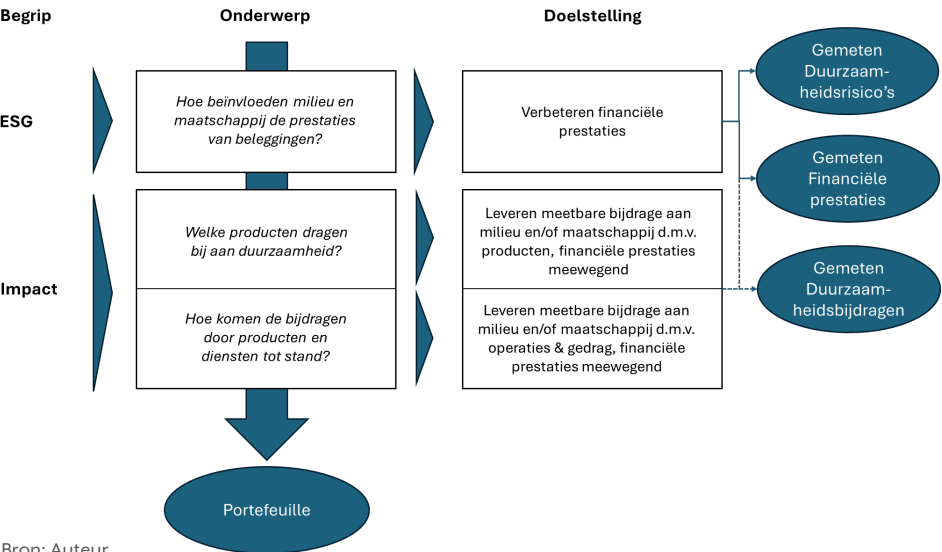
Momenteel is er een aantal aanbieders dat zich over dit vraagstuk buigt en door middel van berekeningen over de hoeveelheid vermeden emissies of het aantal verbeterde mensenlevens hier inzicht in poogt te verstrekken. Net als bij ESG-data zijn hierbij verschillende invalshoeken. Een groep beleggers kwalificeert alleen bijdragen in de vorm van aangeboden producten en diensten als impact, terwijl anderen ook vinden dat de wijze waarop productie gerealiseerd wordt tot impact gerekend kan worden. Als we het hele spectrum beschouwen, dan is dit schematisch weer te geven zoals in figuur 2:

Veel institutionele beleggers in Nederland hebben inmiddels het concept van dubbele materialiteit omarmd en zijn ook strategieën aan het formuleren om hieraan invulling te geven. De twee grootste Nederlandse pensioenbeleggers, APG en PGGM, hebben allebei doelstellingen geformuleerd met betrekking tot de allocatie naar beleggingen die een duidelijk duurzaamheidsdoel nastreven en sturen hier dus actief op. In beide gevallen zijn de duurzaamheidsambities verder gedefinieerd, gelet op de achterban van de pensioenfondsen. Ook in de vastgoedportefeuilles komen deze ambities terug en zal dus een bijdrage gevraagd worden aan de duurzaamheidsdoelen.

INVULLING VAN DE VERANTWOORDELIJKHEID

De vraag dient zich aan wie de verantwoordelijkheid draagt voor verduurzaming. Voor het waarmaken van de beloften van investeerders met betrekking tot klimaatneutraliteit en maatschappelijke bijdragen, zullen vastgoedportefeuilles zich moeten aanpassen in flexibiliteit, energiezuinigheid en circulaire economie. Het slagen van deze transitie is nog geenszins een gegeven, doordat we nog niet alle oplossingen in huis hebben om het te realiseren. Zo is het bereiken van klimaatneutraliteit een enorme uitdaging, die

FIGUUR 2 ► HET DUURZAAMHEIDSLANDSCHAP



betrokkenheid van de hele sector zal vergen. Terwijl nu nog een groot deel van de aandacht uitgaat naar het vastgoed in de gebruikersfase, zullen we in de toekomst meer naar de volledige levenscyclus (in het Engels: Whole Life Cycle) van het vastgoed moeten kijken. De aandacht voor 'embodied carbon' roept vragen op over de wijze waarop de hele vastgoedketen moet samenwerken om deze problematiek het hoofd te bieden. Partijen in de keten werken nu in grote mate onafhankelijk van elkaar, maar moeten meer op elkaars wensen en eisen inspelen om uiteindelijk een product te kunnen leveren dat voldoet aan de verwachtingen. Het is daarbij cruciaal om te komen tot regie op het dossier en dat deze regie ook daadwerkelijk genomen wordt.

Tot op heden wordt de regie in hoge mate bij de overheid neergelegd in de vorm van wet- en regelgeving. Zeker voor institutionele beleggers en financiers zou dit onvoldoende moeten zijn, omdat zij bij uitstek te maken hebben met portefeuilles die op lange termijn moeten kunnen renderen en courant moeten blijven. Daarnaast hebben vastgoedbeleggers zich hoge doelen gesteld voor hun eigen bijdrage aan de verduurzaming van hun (vastgoed)portefeuilles. Veel beleggers hebben zich gecommitteerd aan een 'net-zero'-doelstelling voor de uitstoot van broeikasgassen. Daarnaast zijn vooral bijdragen aan gezondheid en betaalbaarheid veelgenoemde ambities van beleggers. Het ligt daarom voor de hand dat het juist de beleggers zijn die de regie op het transitie- of verduurzamingsdossier naar zich toe trekken. Vooral in de functie van opdrachtgevers naar de sector kunnen beleggers de transitie versnellen. De transitie kan vooral profiteren van heldere en consistente programma's van eisen, zodat ketenpartners als ontwikkelaars en bouwers hierop hun strategie kunnen bepalen. De huidige eisen volstaan doorgaans niet om een vastgoedportefeuille op lange termijn courant te houden. Dit schept de verwachting dat beleggers scherpere eisen stellen aan het vastgoed dat ze in portefeuille (gaan) nemen en hiervoor instructies geven aan hun ketenpartners. Daarnaast helpt het in het identificeren van de kosten die gepaard

gaan met duurzaamheidsinvesteringen, zodat een beter begrip ontstaat van de verhouding tussen milieu- en maatschappelijke winsten en financiële implicaties hiervan op de korte en lange termijn. Naarmate er meer gegevens beschikbaar zijn over kosten en baten, wordt het eenvoudiger om keuzes te maken en in te zetten op oplossingen die bijdragen aan de maatschappij.

Evenals in het klimaatdossier is het ook elders belangrijk om te komen tot standaardisatie van definities. Hoewel een groot gedeelte van de vastgoedpartijen gebruikmaakt van dezelfde raamwerken om te communiceren over maatschappelijke bijdragen, zoals de SDG's, is de uitleg in elk geval weer anders. Dit leidt tot een wirwar aan verschillende criteria, waardoor het moeilijk te begrijpen is wat nu precies bedoeld wordt door partijen wanneer ze het hebben over maatschappelijke bijdragen, zoals betaalbare woningen. Het zou verstandig zijn om als markt hier afspraken over te maken. Nu wordt dit vaak overgelaten aan (commerciële) initiatieven en is er een 'alfabetsoep' aan acroniemen van duurzaamheidsinitiatieven. Dit leidt tot hoge financiële en rapportagelasten om mee te mogen doen aan al deze raamwerken, terwijl de verstrekte punten, sterren of eremetaalaanduidingen soms relatief weinig te maken hebben met de daadwerkelijke prestaties. Bovendien leidt het af van de missie om echt iets te veranderen. Hoewel het duurzaamheidsspectrum geen gemakkelijke materie is, helpt het wel degelijk om met elkaar tot overeenstemming te komen over de wijze van rapporteren. De huidige wet- en regelgeving, hoewel deze volgens velen al behoorlijk complex is, biedt (nog) geen oplossing hiervoor. Beleggers kunnen zelf een rol nemen door hierover afspraken te maken. Hiermee wordt duurzaamheid wellicht minder een competitie, maar zal het meer tractie krijgen.

SAMENVATTING EN CONCLUSIE: WERKEN AAN OPLOSSINGEN

Duurzaamheid is onmisbaar in de huidige beleggingspraktijk. Terwijl in het verleden vooral de risicobenadering in de vorm van ESG-factoren de aandacht kreeg, zijn veel beleggers nu bezig met

dubbele materialiteit. Deze 'impact'-benadering betekent dat beleggers naast de rendementsdoelstelling nadrukkelijk ook milieu- en maatschappelijke doelstellingen formuleren. Dit is een spannende ontwikkeling, omdat beleggers hiermee een nieuwe dimensie toevoegen aan de risico-rendementsafweging waarop de neoklassieke beleggingstheorie is gestoeld. Vooral het meten van de duurzaamheidsresultaten en het afzetten van deze resultaten tegenover de (financiële) inspanningen bevindt zich nog in de beginfase.

Operationalisatie van de duurzaamheidsdoelstellingen is in de praktijk een uitdaging. Zo dienen beleggers nieuwe structuren te zoeken om tot het gewenste product te komen en dient de sector afspraken te maken over de manier waarop communicatie tussen ketenpartners plaatsvindt. Eigen aan elke transitie is dat er een periode van 'trial and error' zal zijn, waarin de sector door middel van experimenten kan leren en ervaring kan opdoen met oplossingen voor schaalbare toepassingen. Dit is geen triviale opgave, zeker gegeven de urgentie van de besproken dossiers.

OVER DE AUTEUR

Hans Op 't Veld is Research Fellow aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Daarnaast is hij Principal Director Responsible Investment bij PGGM en verbonden aan SDI AOP, het Sustainable Development Investments Asset Owner Platform, een samenwerkingsverband van internationale institutionele beleggers ter bevordering van duurzame beleggingen.

REFERENTIES

- Barber, B. M., Morse, A., & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162–185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008> econpapers.repec.org
- Bauer, R., van Binsbergen, J., & Eiling, E. (2025, 23 januari). *Kunnen pensioenfondsen met 'groen beleggen' de wereld redden?* NRC. <https://www.nrc.nl/nieuws/2025/01/23/pensioenfondsen-kunnen-met-groen-beleggen-niet-de-wereld-redden-a4880663>
- Berg, F., Koelbel, J. F., & Rigobon, R. (2019). Aggregate confusion: The divergence of ESG ratings. *MIT Sloan School Working Paper*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3438533> SSRN
- Cole, S. A., Jeng, L., Lerner, J., Rigol, N., & Roth, B. N. (2023). What do impact investors do differently? *Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper No. 24-028*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4233480> SSRN
- Eichholtz, P. M. A. (2023). De schaduwzijde van impactinvesteringen in verduurzaming. *Real Estate Research Quarterly*. https://www.vogon.nl/wp-content/uploads/2024/01/VOGON_jaarboek-2023-RERQ.pdf vogon.nl
- Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: Aggregated evidence from more than 2,000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917> Taylor & Francis Online
- Friedman, M. (1970, September 13). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine*, 33, 122–126. SCIRP
- Hand, D., Remsberg, R., Ulanow, M., & Xiao, K. (2025). State of the market 2025: Trends, performance and allocations. *Global Impact Investing Network (GIIN)*. <https://thegiin.org/publication/research/state-of-the-market-2025-trends-performance-and-allocations/> The GIIN
- Jeffers, J., Lyu, T., & Posenau, K. (2024). The risk and return of impact investing funds. *Journal of Financial Economics*, 161, 103928. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103928> ScienceDirect
- Täger, M. (2021). 'Double materiality': what is it and why does it matter? LSE Grantham Institute on Climate Change and the Environment. <https://www.lse.ac.uk/granthaminstitute/news/double-materiality-what-is-it-and-why-does-it-matter>