

## COMPANY RESEARCH PAPER

### Stimulansen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

*Een verkennend onderzoek naar de drijfveren voor het verduurzamen van vastgoed.*

#### Amsterdam School of Real Estate

Studie	MRE 2019-2021
Auteur	A. Ouahim MSc
1 <sup>e</sup> beoordelaar	drs. J. Schrader-Van Meel MSRE
2 <sup>e</sup> beoordelaar	drs. J.P.L.M. Op 't Veld

## Voorwoord

Met dit company research paper (CRP) komt een einde aan mijn studieperiode aan de Amsterdam School of Real Estate (ASRE). Dit onderzoek is het sluitstuk van de Master of Real Estate (MRE) opleiding waar ik in september 2019 mee ben aangevangen. Vol enthousiasme startte ik samen met een groep mede-enthousiastelingen aan de tweejarige opleiding.

Dat het anders zou gaan lopen dan verwacht werd al snel duidelijk toen de corona pandemie uitbrak in februari 2020, een klein halfjaar na de start van de opleiding. Dit bracht de nodige uitdagingen met zich mee, maar door de inspanningen van de ASRE, is de kwaliteit van het onderwijs niet in het gedrang gekomen. Wel had de pandemie een impact op hoe het studeren door de studenten werd ervaren. Zo ook op mij. Het volgen van online colleges was niet hoe ik mij deze periode had voorgesteld. De angst dat de uitbraak van de pandemie een negatieve impact zou hebben op de groepsdynamiek bleek ongegrond. Mijn complimenten dan ook voor de docenten, onderwijscoördinatoren en klassenvertegenwoordigers die de groep bij elkaar hebben gehouden, dank hiervoor.

Met de afronding van de MRE in zicht ben ik mij in februari 2021 gaan oriënteren op een onderwerp voor mijn CRP. In die periode realiseerde ik mij dat ik mij in mijn werkzaamheden steeds meer bezighield met de duurzaamheidsaspecten van vastgoed. In de beleggingsmarkt kreeg het steeds meer aandacht, maar ook in de bestaande portefeuille van mijn werkgevers NSI was het thema duurzaamheid aan de orde van de dag. Daarbij speelde de nieuwe wetgeving over de EU taxonomie een belangrijke rol. De nieuwe wetgeving was voor mij maar ook voor andere marktpartijen nog relatief onbekend. Toch leek op dat moment de noodzaak om gebouwen (vergaand) te gaan verduurzamen een grotere rol te gaan spelen. Hier werd ik door getriggerd. Ik vroeg me af wat de impact is van deze nieuwe wet- en regelgeving op het investeringsgedrag van vastgoedbeleggers en hoe het kan dat dit tot zo'n plotselinge bewustwording leidt. Dit vertaalde zich later naar een bredere onderzoeksvraag waarbij ik ben gaan kijken naar stimulansen (drijfveren) voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen en welke factoren hier een rol in spelen. Door mij in deze onderwerpen te verdiepen heb ik veel kunnen leren over gedragingen van beleggers maar ook over externe factoren zoals wet- en regelgeving. De opgedane kennis kan ik goed toepassen in mijn dagelijkse werkzaamheden en de inzichten die uit dit onderzoek zijn voortgekomen dragen hopelijk bij aan het besluitvormingsproces van vastgoedbeleggers bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

Dit CRP was er niet gekomen zonder de steun van Jantine Schrader die mij meermaals heeft gemotiveerd stappen te zetten in het schrijfproces. Ik wil haar dan ook in het bijzonder bedanken. Ook wil ik de geïnterviewden bedanken die een bijdrage hebben geleverd aan dit onderzoek.

## Samenvatting

Duurzaamheid is in toenemende mate een bepalende factor in de bedrijfsvoering van vastgoedbeleggers. Met de doelstellingen van de EU en het klimaatakkoord van Parijs staat de vastgoedmarkt voor een grote verduurzamingsopgave. Dit vertaalt zich naar een toenemende druk op vastgoedbeleggers om hun vastgoed te verduurzamen. Vastgoedbeleggingsfonds NSI is een van de fondsen waar het onderwerp duurzaamheid bovenaan de agenda staat. Door deze vlucht naar duurzaamheid rijst de vraag wat deze ontwikkelingen drijft en specifiek, wat de stimulansen zijn voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Met dit onderzoek is inzicht verkregen in de factoren die hierbij een rol spelen.

Dat beleggen een financiële rationale kent is ingegeven door neoklassieke theorieën zoals de Moderne Portefeuille Theorie (MPT) en het Capital Asset Pricing Model (CAPM), die uitgaan van nutsmaximalisatie. Door rendement en risico tegen elkaar af te wegen ontstaat een theoretisch optimale beleggingsstrategie. In deze redenering zijn dan ook met name de begrippen rendement en risico zwaarwegend. In de wetenschappelijke literatuur over duurzaam beleggen wordt geen verklaring gevonden voor het doen van duurzame beleggingen vanuit de neoklassieke theorie. Bij duurzaam beleggen wordt door beleggers ingespeeld op onder andere de aanwezigheid van ESG factoren in een belegging. Een investeringsbeleid dat is ingegeven vanuit dit perspectief wijkt daarmee af van de neoklassieke theorie waarin financieel rendement altijd het uitgangspunt is. De verklaring voor duurzaam beleggen op de kapitaalmarkten wordt in dit onderzoek gevonden in de behavioral finance theorie. Het onderzoek toont aan dat biases, heuristieken en voorkeuren een rol spelen in de investeringsoverwegingen van beleggers. Hieruit blijkt dat beleggers zich laten leiden door factoren die niet in alle gevallen zijn ingegeven door financiële doelstellingen. In de vertaling naar de vastgoedbeleggingsmarkt zijn deze uitkomsten terug te vinden in drijvende factoren zoals de wens van aandeelhouders die duurzaamheid hoog in het vaandel hebben staan vanuit hun doelstelling om maatschappelijk verantwoord te beleggen. Vastgoedbeleggers dienen er dan ook voor te waken dat zij bij het maken van investeringsafwegingen niet geleid worden door biases, voorkeuren of irrationele argumenten.

Verder toont het onderzoek aan dat drijvende factoren zich in meer concrete zin uit in (dwingende) wet- en regelgeving. De nieuwe EU Taxonomie wetgeving gaat een impact hebben op de manier van rapporteren over duurzaam, die er naar alle waarschijnlijkheid toe zal leiden dat er meer kapitaal naar verduurzaming zal vloeien. Om niet reactief te moeten handelen is het voor vastgoedbeleggers van belang tijdig een goed begrip van de nieuwe wetgeving te kennen en de mogelijke implicaties hiervan op de korte maar ook lange termijn. Datzelfde geldt voor de veranderende houding van stakeholders zoals gebruikers die eveneens in toenemende mate een sterke hang naar duurzaamheid eisen. Dit is niet in de laatste plaats ook ingegeven door de sterke stijging van energieprijzen. Hiermee ontstaat er voor stakeholders naast een idealistisch motief ook een financieel motief om te kiezen voor het meest duurzame aanbod. De verschuiving van kijken naar een theoretisch verbruik van gebouwen naar het meten en monitoren van daadwerkelijk gebruik, zal voor een enorme stimulans zorgen, omdat aan wordt genomen dat dit de beperkte energiezuinigheid van bepaalde gebouwen zal blootleggen. Technische ontwikkelingen en innovatie moeten bijdragen aan het tijdig plannen van de verduurzaming waarbij rendement en risico constant in ogenschouw moeten worden genomen. Het onderzoek sluit af met de aanbeveling aan vastgoedbeleggers om een duidelijk beleid op te stellen dat bestaat uit een raamwerk van drie stappen, te weten de analyse, de strategie en de uitvoering. Met de uitkomsten van het onderzoek worden vastgoedbeleggers gealarmeerd om tijdig tot actie over te gaan en een goed begrip van bewuste en onbewuste drijfveren te hebben.

## Inhoudsopgave

Voorwoord .....	2
Samenvatting.....	3
1. Inleiding .....	6
1.1 Aanleiding.....	6
1.2 Probleemstelling.....	7
1.3 Doelstelling.....	7
1.4 Onderzoeksvraag.....	7
1.5 Onderzoeksmethodologie en -model.....	8
1.6 Relevantie.....	8
2. Theoretisch kader.....	10
2.1 Achtergrond.....	10
2.2 De ratio.....	12
2.2.1 De rationele benadering.....	12
2.2.2 Gedragperspectief .....	15
2.3 De keus voor duurzaamheid.....	16
2.4 Conclusie .....	17
3 Drijvende (f)actoren in de praktijk .....	18
3.1 Inleiding .....	18
3.2 Aandeelhouders .....	18
3.3 Wet- en regelgeving .....	19
3.3.1 EU Taxonomie.....	21
3.3.2 SFDR en CSRD .....	22
3.4 Rendement.....	23
3.5 Stakeholders.....	25
3.6 Conclusie .....	25
4 Methodologie .....	27
4.1 Kwalitatief onderzoek.....	27
4.1.1 Inhoudsanalyse.....	27
4.1.2 Interviews .....	28
4.2 Topiclijst .....	29
4.3 Verantwoording.....	30
5 Onderzoeksresultaten .....	31
5.1 Duurzaamheidsinvesteringen.....	31
5.2 Externe factoren.....	32
5.3 Theoretische benadering.....	37

5.4	Conclusie .....	39
6	Conclusies en aanbevelingen .....	40
6.1	Conclusie .....	40
6.2	Management advies.....	42
6.3	Reflectie.....	43
6.4	Aanbevelingen.....	45
	Literatuurlijst .....	46

# 1. Inleiding

## 1.1 Aanleiding

De afgelopen jaren is het aantal beleggers dat is gaan rapporteren over SGD's, energie labels, BREEAM labels en GRESB performance sterk toegenomen. Voor een deel is dit ingegeven door wet- en regelgeving en door het Parijs akkoord uit 2015 om de uitstoot van de gebouwde omgeving fors te verlagen. Dit brengt voor veel beleggers maatschappelijke druk met zich mee om hun vastgoedportefeuille te moeten verduurzamen. Daarbij komt dat sinds 2021 partijen ook nog eens expliciet dienen te rapporteren over hun duurzaamheidsinvesteringen. Hiervoor is het zogeheten Sustainable Finance Action Plan door de Europese Commissie in het leven geroepen. Deze heeft als doel om het Europese financiële stelsel en investeringen te vergroenen. Leiden deze maatschappelijke druk en veranderende wet- en regelgeving ertoe dat vastgoedfondsen in de actiemodus komen of spelen er nog andere factoren. De Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) is in het leven geroepen om transparantie te geven over kapitaalstromen en zogeheten 'green washing' tegen te gaan. Met andere woorden, als beleggers over elke geïnvesteerde euro verantwoording moeten afleggen over hoe groen of grijs die investering is, kan er geen onduidelijkheid meer bestaan over welke kapitaalstromen naar groene investeringen gaan en welke niet. Uiteraard met als doel om het behalen van milieu en klimaatdoelstelling te versnellen. Voor vastgoedfondsen betekent dit dat zij naast de traditionele energie labels veel verder moeten kijken naar hun rol in het debat over CO2 uitstoot en de klimaatdoelstellingen. Ook voor vastgoedfondsen betekent dit dat de verduurzaming misschien wel sneller moet gebeuren dan lange tijd werd aangenomen. Welke factoren hebben ertoe geleid dat de verduurzaming van de gebouwde omgeving in een stroomversnelling is gekomen. Niet alleen vanuit wet- en regelgeving lijkt er meer aandacht voor verduurzaming te zijn, maar ook andere stakeholders zoals aandeelhouders, gebruikers en financiers lijken steeds aandacht te besteden aan het thema duurzaamheid. Welke stimulans is hierin bepalend en hoe kan dit verklaard worden. Het verduurzamen van gebouwen en portefeuilles heeft een enorme impact op beleggingen en dient dan ook op een prudente manier gedaan te worden. Toch lijkt het verduurzamen nu sneller te moeten gebeuren. Wat is de impact op de investeringsstrategie van vastgoedbeleggingsfondsen en hoe bewaken zij dat ze de ambitieuze verduurzamingsdoelstellingen realiseren en tegelijkertijd een aantrekkelijk rendement voor aandeelhouders blijven genereren? Dit zijn vragen waar dit verkennende onderzoek onder andere antwoord op moet geven. Het onderzoek zal een kwalitatief karakter hebben waarbij in eerste instantie getracht zal worden vanuit de gedragseconomie een theoretische grondslag te vinden voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Vervolgens zal er ingegaan worden op stakeholders van vastgoedfondsen die vanuit hun invalshoek een stimulans vormen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Na het behandelen van de theoretische en praktische invalshoeken zal aan de hand van interviews met verschillende stakeholders getoetst worden welke stimulansen er zijn en hoe hier invulling aan wordt gegeven.

NSI is één van de fondsen waarbij duurzaamheid in de afgelopen jaren een steeds grotere rol is gaan spelen. Al enige tijd wordt er proactief gerapporteerd over SDG's en andere duurzaamheid gerelateerde indicatoren. De toegenomen druk om steeds verder te gaan in de wijze van rapporteren en het afleggen van verantwoording maken dat het niet altijd even makkelijk is om door de bomen het bos te zien. Wet- en regelgeving lijken de duurzaamheidstransitie te versnellen, maar het is niet altijd even duidelijk hoe vastgoedfondsen hier mee om moeten gaan. Er lijkt geen brede consensus te zijn en ook ontbreekt het vaak aan financiële rationale. Dit verkennende onderzoek wordt uitgevoerd om een beter beeld te krijgen bij de ontwikkelingen van de laatste jaren op dit specifieke gebied en de stimulansen die er voor vastgoedfondsen zijn om duurzaamheidsinvesteringen te doen. Dit onderzoek

kan daarmee dienen als rationale voor het doen van investeringen die in een vroeg stadium wellicht nog onvoldoende financieel haalbaar zijn. Het moet vastgoedfondsen een overzichtelijk beeld geven door invalshoeken van verschillende stakeholders samen te brengen.

## 1.2 Probleemstelling

Al in 2009 schreef Pot een scriptie ter afronding van de MRE over de invloed van duurzaamheid op het rendement van beleggers. De afgelopen jaren is het mede door veranderende wet- en regelgeving de investeringsdrang naar duurzaamheid echter sterk toegenomen. Actuele ontwikkelingen maken dat er ook vanuit thema's als health & wellbeing meer geïnvesteerd moet worden in de kwaliteit van de gebouwde omgeving. Duurzaamheid gaat allang niet meer alleen over led lampen en dubbele beglazing, maar veel meer over de verblijfskwaliteit en de bredere impact die vastgoed heeft op het milieu. Voor veel beleggers is het rendement van deze investeringen echter nog steeds niet goed inzichtelijk. Het probleem ligt in het verlengde van de onzekerheden die dit met zich meebrengt. Om kapitaalstromen te stimuleren naar groene investeringen worden beleggers min of meer gedwongen om te verduurzamen. Voor beursgenoteerde vastgoedfondsen in het bijzonder maakt de beursnotering dat zij wellicht sneller dan andere vastgoedfondsen afgerekend kunnen worden op het niet verduurzamen van hun vastgoedportefeuille. De verduurzamingsslag van de komende jaren kent echter vele uitdagingen. Dit gaat van definitieproblemen tot aan het rendabel verduurzamen van de portefeuille. Het onderzoek spitst zich toe op het probleem dat er nog veel onduidelijk is over de impact van de verduurzaming en dat de rationale vaak vanuit verschillende invalshoeken wordt benaderd. In veel gevallen is niet duidelijk aan welke eisen voldaan moet worden en hoe de op beleidsniveau geformuleerde doelstellingen gerealiseerd kunnen worden. Het risico bestaat dat partijen door de bomen het bos niet meer zien en investeringen doen die vanuit een rendementsoogpunt niet te verantwoorden zijn. Dit verkennende onderzoek geeft inzicht in de drijfveren van verschillende actoren en kan helpen bij het bieden van rationale en perspectief.

## 1.3 Doelstelling

Het in kaart brengen van de drijfveren (stimulansen) voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen in portefeuilles van vastgoedbeleggingsfondsen. De doelstelling is kwalitatief van aard omdat het onderzoek een exploratief karakter kent. Aan de hand van interviews wordt getracht een beeld te krijgen van de verschillende invalshoeken voor het doen van investeringen in het kader van de verdere verduurzaming van vastgoed, met als specifiek doel om toe te werken naar de klimaat doelstellingen als vastgesteld in het Parijs-akkoord. Dit inzicht moet partijen helpen om het bredere kader waarbinnen dit moet gebeuren beter te begrijpen en ook geeft het een beeld bij de mogelijke impact van dergelijke investeringen op het rendement van individuele vastgoedbeleggingen, met als doel beleggers te helpen bij besluitvorming op het gebied van duurzaamheidsinvesteringen.

## 1.4 Onderzoeksvraag

De onderzoeksvraag die in dit onderzoek centraal staat luidt als volgt:

*Wat zijn stimulansen voor vastgoedbeleggingsfondsen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen?*

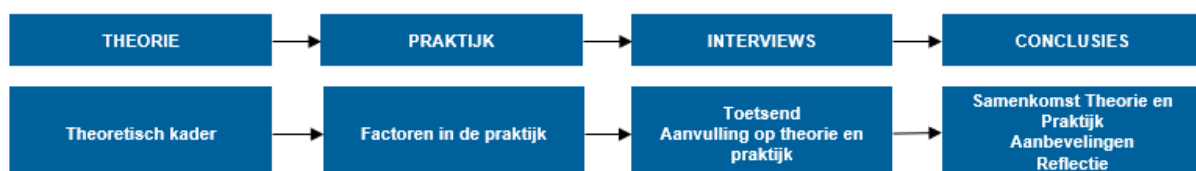
De onderzoeksvraag is zodanig ingekaderd dat deze enkel ziet op (institutionele) vastgoedbeleggingsfondsen en niet op particuliere vastgoedbeleggers, woningcorporaties of ander type vastgoedbeleggers.

Om de centrale onderzoeksvraag te kunnen beantwoorden zijn onderstaande deelvragen opgesteld die in dit onderzoek beantwoord zullen worden.

1. *Welke stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen is vanuit een wetenschappelijk kader te verklaren?*
2. *Welke externe factoren spelen een rol in de besluitvorming over het doen van duurzaamheidsinvesteringen?*
3. *Hoe ziet het kader waarbinnen duurzaamheidsinvesteringen worden gemaakt er uit en hoe komt besluitvorming tot stand?*
4. *In hoeverre is rendement een stimulans en wat is de verwachte impact van de duurzaamheidstransitie op het rendement of de investeringsstrategie van vastgoedbeleggingsfondsen?*
5. *Welke stappen moeten vastgoedbeleggers zetten op hun pad naar een duurzame portefeuille?*

### 1.5 Onderzoeksmethodologie en -model

Het onderzoek heeft een verkennend karakter en zal aan de hand van de TPA methode worden uitgevoerd waarbij Theorie, Praktijk en Analyse bij elkaar komen. In het theoretisch kader wordt gezocht naar een wetenschappelijke grondslag voor stimulansen die actoren in beweging moeten krijgen om te investeren in duurzaamheid. Het praktijkonderdeel behandelt de belangrijkste stakeholders die op hun beurt voor een stimulans zorgen. De verduurzaming van de gebouwde omgeving lijkt de afgelopen tijd in een stroomversnelling te zijn gekomen. Hier heeft onder andere veranderende wet- en regelgeving een dwingende rol in gespeeld. Wet- en regelgeving werken daarnaast ook door naar het handelen van aandeelhouders. Deze eisen steeds meer op het gebied van aandeelhouders. Hun rol en de stimulans die zij brengen wordt hierin nader uitgewerkt. Tot slot wordt in het praktijk onderdeel ook stilgestaan bij het rendement van vastgoedfondsen en de rol die het doen van duurzaamheidsinvesteringen hierin speelt. Getracht wordt de theorie en praktijk te duiden aan de hand van interviews. In de analyse komt alles samen en worden er conclusies en aanbevelingen gedaan. Het onderzoek heeft daarmee als model dat het vanuit een hoog abstractieniveau antwoord probeert te geven op de geformuleerde onderzoeksvraag.



Figuur 1. Onderzoeksopzet (eigen ontwerp)

### 1.6 Relevantie

Het onderzoek is maatschappelijk relevant omdat de verduurzaming van de gebouwde omgeving een belangrijke rol speelt in het behalen van de klimaatdoelstelling als geformuleerd in het Akkoord van



Parijs. Beursgenoteerde vastgoedfondsen zoals NSI hebben hier in sterke mate mee te maken. Niet alleen zorgt het daadwerkelijk terugbrengen van de CO2 uitstoot van gebouwen voor een betere wereld, ook kunnen vastgoedbeleggingsfondsen als voorbeeld worden gezien voor de rest van de markt. De nieuwe wet- en regelgeving zorgt ervoor kapitaalstromen zo veel als mogelijk hun weg vinden naar groene investeringen. Door te onderzoeken hoe en in welke mate stimulansen een bepalende rol spelen wordt er gezocht naar de rationale achter het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Dit kan (institutionele) beleggers helpen bij hun overwegingen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

De wetenschappelijke relevantie zit in het abstracte niveau waarbinnen dit verkennende onderzoek wordt uitgevoerd. Door alle relevante (f)actoren samen te brengen wordt er op unieke wijze inzicht verkregen in hoe de verduurzamingslag tot stand komt.

## 2. Theoretisch kader

Om te begrijpen hoe investeringsstrategieën of -overwegingen op het gebied van duurzaamheid tot stand komen wordt in dit hoofdstuk gezocht naar een wetenschappelijke invalshoek vanuit de traditionele benadering als ook die van de gedragseconomie. Deze wordt gevonden in de literatuur over *sustainable investing* ofwel duurzaam beleggen, op de kapitaalmarkten. Dit onderwerp wordt belicht vanuit de traditionele financiële hoek als ook vanuit de hoek van “behavioral finance”. De vraag is daarmee wat de directie vastgoedbeleggingsmarkt kan leren van de kapitaalmarkten.

### 2.1 Achtergrond

Duurzaam investeren laat zich moeilijk definiëren. In de literatuur worden verschillende definities gegeven en worden er verschillende beschrijvingen gegeven van waar een duurzame investering aan zou moeten voldoen om gezien te worden als duurzame belegging. Daar waar de vastgoedmarkt nog in een relatief vroeg stadium staat van de verduurzaming is deze paradigmaverschuiving op de kapitaalmarkten al langer aan de gang. Het begrip *sustainable investing* of *socially responsible investing* is een vorm van investeren waarbij de geldverstrekker de gevolgen voor mens en natuur meeweegt. Duurzaam beleggen bestaat uit een groot en groeiend aanbod van producten, strategieën en actoren die op zoek zijn niet-financiële thema's – veelal in de vorm van ESG factoren – te integreren in de strikt financieel gedreven processen van de kapitaalmarkten (Sandberg et al., 2009).

Duurzaam beleggen wordt gedefinieerd als beleggen met een lange termijn visie die er op is ingericht ESG factoren te integreren in het onderzoek, de analyse en het selectieproces van aandelen in een beleggingsportefeuille (GSIA, 2021). De Global Sustainable Investment Alliance (GSIA) is een samenwerkingsorganisatie die duurzaam beleggen promoot en bestaat uit regionale partner organisaties uit onder meer de VS, Europa, Australië en het VK. Naast het promoten van duurzaam beleggen heeft de GSIA als doel om de samenwerking tussen leden te versterken door advies en ondersteuning te bieden. De leden bestaan uit partnerorganisaties zoals Eurosif waar honderden institutionele beleggers en asset managers bij aan zijn gesloten. Om een goed begrip te krijgen van wat duurzaam beleggen precies inhoudt wordt onderscheid gemaakt tussen zeven manieren van duurzaam beleggen die veelal worden toegepast op de kapitaalmarkten:

- ESG integratie
- Norm-based screening
- Corporate betrokkenheid en aandeelhouders acties
- Negatieve screening
- Best-in-class screening
- Impact beleggen
- Sustainability-themed investing

In alle bovenstaande beleggingsstrategieën worden ESG overwegingen in verschillende mate geïntegreerd waarbij de rol van financiële en niet-financiële doelstellingen enorm kan verschillen. Het integreren van ESG factoren kan bijvoorbeeld gezien worden als een hygiëne factor in een traditionele financiële analyse – gesteld kan immers worden dat als deze factoren ontbreken het fonds op termijn slechter gaat presteren – terwijl impact beleggen expliciet een bepaalde positieve impact op de maatschappij en het milieu kan najagen naast financieel rendement (Trelstad, 2016).

Strategieën voor duurzaam beleggen kennen een bijzondere ontwikkeling en kunnen variëren van het mijden van investeringen in zogeheten *sin stocks* door religieuze bevolkingsgroepen, die om ethische redenen niet willen beleggen in aandelen van ondernemingen die werkzaam zijn in een sector die als onethisch of amoreel wordt beschouwd, tot de komst van het concept Corporate Social Responsibility in de jaren '60 (Trelstad, 2016). Het effect van ESG maatregelen in bedrijfsresultaten is in de afgelopen decennia steeds meer gaan opvallen en ook wetenschappelijk onderzocht (Dunn et al, 2018). De rol van de financiële markten werd steeds vaker bekritiseerd. Gebeurtenissen zoals de financiële creditcrisis van 2008 hebben ertoe geleid dat er meer regulering moest komen voor verantwoord beleggen. Dit heeft onder andere geleid tot de komst van de Principles for Responsible Investment (PRI), een netwerkorganisatie die eveneens tot doel heeft duurzaam beleggen te promoten door het integreren van ESG factoren in beleggingsoverwegingen. Voor de uitvoering hiervan heeft de PRI een raamwerk van zes principes voor verantwoord beleggen ontwikkeld, waar aangesloten beleggers zich aan committeren. Opvallend is dat verantwoord beleggen vaak in één adem wordt genoemd met duurzaam beleggen. Daarmee lijkt duurzaam beleggen een begrip te worden waar beleggers niet meer omheen kunnen. De sterke groei van duurzaam beleggen is gepaard gegaan met het alsmear groeiende debat over de financiële parameters ervan (Sandberg et al., 2009).

Ondanks dat het debat over het rendement op duurzaam beleggen vandaag de dag nog steeds levendig is en verre van opgelost is, is er een breed gedragen consensus over de integratie van ESG factoren in het beleggen op de kapitaalmarkten. Dit blijkt ook als specifiek gekeken wordt naar de indirecte vastgoedmarkt. Een groeiend aantal beursgenoteerde vastgoedfondsen heeft de UN Sustainable Development Goals (SDG's) aangenomen als raamwerk om te rapporteren over hun duurzaamheidsdoelstellingen (Op 't Veld, 2021). Opvallend is echter wel dat in een studie naar het resultaat van vastgoedfondsen dat rapporteert over SDG's blijkt dat bedrijven die niet rapporteren over deze doelstellingen beter presteren dan fondsen die dat wel doen. Dit is echter in lijn met eerdere studies die uitwijzen dat bedrijven die onderpresteren geneigd zijn te rapporteren over niet-financiële parameters (zoals SDG's) om hun aandeelhouders tevreden te stellen (Op 't Veld, 2021).

Een belangrijk onderscheid dat gemaakt moet worden is het verschil tussen ESG en impact. Waar in dit onderzoek wordt gesproken over ESG factoren, ziet dit op factoren die de performance van een belegging beïnvloeden. Wanneer wordt gesproken over impact, dan wordt daarmee bedoeld de impact die een belegging of een bepaald beleid kan hebben op mens en milieu, door bijvoorbeeld de implementatie van ESG factoren. De hedendaagse beleggingsmarkt kent een sterke opkomst van impact beleggen (*impact investing*), dat verschillende gradaties kent. Impact beleggen wordt gezien als onderdeel van maatschappelijk verantwoord beleggen waar veel vermogensbeheerders zoals pensioenfondsen zich in toenemende mate op focussen. Het Global Impact Investing Netwerk (GIIN) definieert impact beleggen als beleggingen met een positieve, meetbare impact op maatschappij en milieu die gepaard gaan met een financieel rendement. Hierin staan de kenmerken intentionaliteit, additionaliteit en meetbaarheid centraal (Op 't Veld, 2021). Deze kenmerken vertalen zich naar de aanwezigheid van een doelbewust positief maatschappelijk effect, het genereren van een verandering die anders niet was opgetreden en de mogelijkheid te meten wat de maatschappelijke effecten van de belegging zijn. In dit onderzoek wordt nadrukkelijk niet stilgestaan bij impact beleggen. Daar waar in dit onderzoek wordt gesproken over impact moet dat gelezen worden als de impact van een duurzaamheidsinvestering op bijvoorbeeld het milieu door het verlagen van het energieverbruik van de gebouwde omgeving.

## 2.2 De ratio

De toegenomen populariteit van duurzaam beleggen en het integreren van ESG factoren in beleggen op de kapitaalmarkten is nog moeilijk te rijmen met traditionele doelstellingen om te gaan beleggen. Vanuit het neoklassieke perspectief van de Modern Portfolio Theory van Markowitz (1952) en het Capital Asset Pricing Model (Sharpe, 1964) betekent duurzaam beleggen dat er mogelijk belegd wordt in suboptimale portefeuilles. Er worden immers ESG doelstellingen nagestreefd en er wordt niet sec gekeken naar optimalisatie van rendement en risico. Beleggingen die een positieve impact zouden hebben op de portefeuillesamenstelling maar die niet voldoen aan bepaalde ESG criteria zouden daardoor uitgesloten kunnen worden, waardoor er volgens de neoklassieke theorie sprake zou zijn van een suboptimale portefeuille. Beargumenteerd kan echter worden dat bij het samenstellen van een optimale portefeuille juist rekening gehouden moet worden met ESG factoren of risico's, omdat het bij de samenstelling gaat om verwachte toekomstige rendementen. In dat kader is het mogelijk zelfs beter om ESG risico's mee te wegen. Beleggingen die immers geen rekening houden met ESG risico's gaan hier vroeg of laat mee te maken krijgen. Beleggingen met een sterk ESG karakter, zijn hier al op voorgesorteerd. Vanuit het oogpunt van toekomstige rendementen zou dus beargumenteerd kunnen worden dat beleggingen waarin ESG factoren zijn geïntegreerd tot betere prestaties zullen leiden. Toch is het zo dat empirische studies over de prestaties van duurzame beleggingen niet overtuigend zijn (Yue et al., 2020). In de afgelopen jaren is de toestroom van kapitaal naar duurzame aandelen sterk toegenomen (Hartzmark et al., 2019), maar de vraag is of dit is ingegeven door de fundamentele onderliggers van die bedrijven of dat dit is gedreven door het ESG label. De studie van Hartzmark et al. (2019) toont aan dat duurzaamheid wordt gezien als een voorspeller van toekomstige prestaties. Ook toont het aan dat een positieve affectie (*positive affect*) de verwachting van duurzame fondsen beïnvloedt en dat niet-financiële motieven de investeringsbeslissing beïnvloeden. Beleggers zouden moeten leren van de dot-com bubbel begin jaren 2000 (Beer, 2021). ESG factoren zijn belangrijk maar het financieel rendement dient niet uit het oog verloren te worden. Het één hoeft het ander echter niet uit te sluiten en zoals eerder al gesteld speelt de horizon een belangrijke factor in het wel of niet meenemen van ESG factoren in een investeringsbeslissing. Er zijn zelfs analisten die duidelijke vraagtekens uiten bij het succes van ESG-gedreven aandelen en waarschuwen voor de ratio achter duurzame beleggingen (Dillian, 2020). Dit is echter niet per definitie een breedgedragen mening. Het succes van deze aandelen kan gedreven zijn door speculaties en populariteit en minder door financiële ratio's die behoren tot de neoklassieke financiële theorie. Er is veel wetenschappelijke literatuur geschreven over de beweegredenen zijn achter duurzaam beleggen. Hoewel deze literatuur niet altijd consistent is over hoe investeringsbeslissingen voor duurzame beleggingen worden ingegeven worden veelal de neoklassieke theorie alsmede de *behavioral finance* theorie toegepast in de verklaring van gedragingen (Delsen et al., 2019). In dit onderzoek wordt een soortgelijke insteek gehanteerd waarbij verklaringen worden gezocht vanuit de twee bekende financiële theorieën en waarmee vervolgens onderzocht wordt hoe duurzaamheidsinvesteringen vanuit het perspectief van een vastgoedbelegger te duiden zijn vanuit deze invalshoeken.

Getracht wordt met dit onderzoek inzichtelijk te maken wat stimulansen zijn voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Ook beleggers in vastgoed kunnen zich laten leiden door factoren die wellicht niet altijd even verantwoord zijn vanuit een economisch perspectief. Om van de kapitaalmarkten te leren worden hieronder zowel het traditionele (neoklassieke) risico-rendement perspectief als het behavioral finance perspectief nader belicht.

### 2.2.1 De rationale benadering

De traditionele financiële theorieën zijn gebaseerd op neoklassieke economische modellen die ervan uitgaan dat mensen rationale beslissers zijn op zoek naar het meest efficiënte of optimale resultaat op basis van de beschikbare informatie (nutsmaximalisatie). Volgens Markowitz (1952) worden

investeringsbeslissingen gedreven door de verhouding tussen risico en het verwachte rendement. Het doel is een zo hoog mogelijk rendement te realiseren bij een zo laag mogelijk risico. De theorie gaat ervan uit dat het rendement toeneemt naargelang het risico toeneemt. In de kapitaalmarkten wordt risico onderverdeeld in twee typen: specifiek risico, dat gerelateerd is aan de volatiliteit van een specifieke asset; en systematisch risico, dat gerelateerd is aan de volatiliteit van de gehele markt (Barnett & Salomon, 2006). Volgens de Moderne Portefeuilletheorie (MPT), kunnen beleggers een optimale portefeuille samenstellen door te diversifiëren. Door bijvoorbeeld aandelen te combineren met een lage onderlinge correlatie, kan specifiek risico worden weggediversifieerd. Omdat specifiek risico door middel van spreiding kan worden vermeden blijft alleen het marktrisico, ofwel het systematische risico over. Omdat marktrisico niet vermeden kan worden, wordt er door de markten een prijs aan dit risico gekoppeld. De prijs is een resultante van de rendementseis van de belegger. Naarmate het risico op een belegging toeneemt, neemt ook de rendementseis toe (Sharpe, 1964). Dit geldt dus echter alleen expliciet voor systematisch risico. Een belegger wordt niet gecompenseerd voor diversifieerbaar risico dat niet te relateren is aan marktschommelingen.

Opvallend daarbij is dat bij duurzaam beleggen, beleggers dus afstappen van sec de neoklassieke benadering. Met investeringsstrategieën voor duurzaam beleggen wordt bijvoorbeeld immers een selectie gemaakt op basis van ESG factoren. Wanneer bijvoorbeeld de strategie *negatieve screening* wordt toegepast, worden er op voorhand aandelen uitgesloten omdat die niet voldoen aan bepaalde ESG criteria. Door bepaalde beleggingsproducten uit te sluiten, wordt de kans om tot een optimale portefeuille te komen verkleind. Theoretisch gezien kan daarmee de door de beleggers samen te stellen portefeuille blootgesteld worden aan specifiek risico, waardoor geen sprake is van een volledig gediversifieerde portefeuille (Kurtz, 1997).

Vanuit de theorie kan dus niet anders gesteld worden dan dat duurzaam beleggen leidt tot suboptimale beleggingsportefeuilles en daarmee dus suboptimale beleggingsoverwegingen. Volledig rationele beleggers met een economische belang zouden theoretisch gezien niet vanuit een ESG oogpunt beleggen. De vraag is hoe zich dit vertaalt naar de vastgoedmarkt en hoe de beleggers in directe vastgoedbeleggingen hier van kunnen leren bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

Beleggers die in direct vastgoed beleggen laten zich doorgaans leiden door rendement gedreven doelstellingen. In de meeste gevallen is het totaal rendement de drijvende factor op basis waarvan beleggers hun investeringsafwegingen maken. Het totaal rendement komt tot stand door het totaal aan netto kastrommen (direct rendement) op te tellen bij de gerealiseerde waardegroei van de belegging (IPD, 2013).

Figuur 2. Totaal rendement

$$\frac{CV_t - CV_{(t-1)} - Cexp_t + Crpt_t + NI_t}{CV_{(t-1)} + Cexp_t}$$

CV	= Capital Value
Cexp	= Capital Expenditures
CRpt	= Capital Received
NI	= Net Income

Bron: IPD, 2013

De meest gebruikte parameter om het totaal rendement van een belegging uit te drukken is de zogeheten *internal rate of return (IRR)*. Dit percentage geeft aan wat het (gemiddelde) jaarlijkse rendement is op de belegging. Omdat een inhoudelijke en gedetailleerde uiteenzetting van de IRR in dit onderzoek geen verdere toegevoegde waarde heeft, wordt dat hier achterwege gelaten. Wel is het belangrijk te benoemen dat het doen van (kapitaal)investeringen, zogeheten *Capital Expenditures*

(Capex) een impact hebben op de IRR. Dat is van belang om te begrijpen op basis van welke criteria beleggers een afweging maken om een duurzaamheidsinvestering te doen.

#### *Voorbeeld*

Als voorbeeld wordt genomen een bestaand kantoorgebouw dat is gebouwd in 2002. Het kantoorgebouw heeft energielabel D. Er moet een investering gedaan worden van een bepaald bedrag om het kantoorgebouw naar label A te krijgen. Vanuit een beleggersoogpunt is het van belang te weten wat er gebeurt met het totaalrendement van die specifieke belegging. Als we uitgaan van een ceteris paribus situatie, waarbij de andere variabelen niet wijzigingen met het doen van de duurzaamheidsinvestering om het gebouw naar energielabel A te krijgen, kan theoretisch beargumenteerd worden dat het totaalrendement van de belegger omlaag gaat. De (capex)investering drukt immers het resultaat van de belegger. In de praktijk zullen de variabelen echter mee moeten bewegen wil een belegger de rationele beslissing nemen om de investering te doen. Als de huurwaarde van het gebouw bijvoorbeeld toeneemt of de waardegroei van het gebouw neemt toe, kan verondersteld worden dat de belegger zijn totaal rendement niet afneemt, of potentieel toeneemt, na het doen van de duurzaamheidsinvestering.

In bovenstaand voorbeeld wordt zonder cijfermatige toelichting een casus geschetst waar vastgoedbeleggers op structurele basis mee te maken hebben. De traditionele theorie schrijft voor dat duurzaamheidsinvesteringen in vastgoed ook enkel gedaan dienen te worden als deze leiden tot een beter financieel rendement dan wanneer de investering niet gedaan zou worden. Echter is het doen van de exercitie een momentopname en is niet met zekerheid te stellen wat de impact van de duurzaamheidsinvestering zal zijn op langere termijn. Er is beperkt empirisch bewijs dat duurzame gebouwen ook daadwerkelijk meer waard zijn of een beter rendement genereren dan niet-duurzame gebouwen. Toch lijkt er bij beleggers consensus te zijn over de toekomstige waardeontwikkeling van zowel duurzame en niet-duurzame gebouwen, die in het voordeel spreekt van het verduurzamen van de gebouwde omgeving. Oftewel, zonder te verduurzamen neemt het rendement op vastgoed op termijn af. Die overtuiging neemt toe nu de energieprijzen in het jaar 2022 sterk zijn toegenomen. Het verduurzamen van gebouwen om daarmee het energieverbruik te verlagen, leidt in de regel echter niet per definitie tot hogere rendementen voor vastgoedbeleggers, omdat dit met name ten gunste komt van de huurder (gebruiker) van het vastgoed. Beargumenteerd kan echter worden dat duurzame gebouwen met een laag energieverbruik aantrekkelijker zijn voor gebruikers met als gevolg minder leegstand of hogere huuropbrengsten. Hoewel niet wetenschappelijk aangetoond, blijkt uit onderzoek van CBRE (2021) dat er wel degelijk een hogere huurwaarde gerealiseerd kan worden met duurzaam vastgoed. Dit zou in theorie tot een hoger rendement voor de belegger moeten leiden. Aannemelijk is dat dit argument meer gaat leven bij zowel beleggers als gebruikers bij stijgende energieprijzen.

Terug naar de kapitaalmarkten geldt dat ook daarvoor weinig empirisch bewijs is over het resultaat van duurzaam beleggen. Ook voor kapitaalmarkten geldt dat hiervoor een lange datareeks nodig is en dat niet enkel gekeken kan worden naar de afgelopen jaren. Critici benadrukken dat duurzaam beleggen wel minder goed moet presteren vanwege de suboptimale aard van de samengestelde portefeuille (Kurtz, 1997) en daarnaast ook hogere portefeuille kosten (Geczy et al., 2003) en door het uitsluiten van beleggingen die wel een goed rendement zouden kunnen leveren, zoals het geval kan zijn bij *negatieve screening*. Voorstanders van duurzaam beleggen wijzen echter op betere financiële resultaten die zijn toe te rekenen aan de integratie van ESG factoren in specifieke beleggingen (Dunn et al., 2018). Daarnaast is uit een studie gebleken dat duurzaamheidsoverwegingen juist een positieve bijdrage hebben vanuit de *stakeholdertheorie* (Orlitzky et al., 2003) en dat deze met name op de lange termijn zichtbaar zijn (Starks et al., 2017). Hiervoor wordt als argument aangedragen dat beleggingen met sterke ESG kenmerken minder blootgesteld worden aan bepaalde risico's. Uit een recente studie

voor aandelen blijkt echter dat deze beleggingen niet beter presteren (Yue et al., 2020; Friede et al., 2015).

Met bovenstaande wordt duidelijk dat duurzaam beleggen overwegingen kent die rekening houden met risico management en financiële prestaties, maar dat de vlucht naar duurzaam beleggen geen theoretisch rationele basis kent. Ook empirisch onderzoek heeft niet uitgewezen dat rendement een de basis drijfveer is voor duurzaam beleggen. De stimulans zal dus ergens anders gezocht moeten worden.

### 2.2.2 Gedragsperspectief

Wetenschappers hebben altijd getracht de financiële markten te verklaren vanuit theoretische modellen door te kijken naar empirische resultaten. Gebleken is dat het handelen van financiële markten en actoren op die markten niet altijd is te verklaren vanuit die theoretische modellen. Behavioral finance is een theorie die is ontwikkeld om datgeen te kunnen verklaren dat de traditionele theoretische financiële benaderingsmodellen niet kunnen. Door theoretische concepten en empirisch bewijs uit de psychologie en neurologie als ook uit sociale wetenschappen toe te passen wordt met behavioral finance getracht te begrijpen hoe en waarom mensen bepaalde beslissingen maken, die afwijken van rationeel gedrag dat zou worden verwacht vanuit de traditionele financiële theorieën (Pompian et al, 2006).

Ook de behavioral finance theorieën zijn toegepast in het verklaren van de kapitaalmarkten. Om te begrijpen hoe mensen of actoren worden aangezet tot het doen van duurzaamheidsinvesteringen wordt in deze theorie gezocht naar een verklaring, met als doel om daarmee ook de link te kunnen maken naar de stimulansen vanuit deze hoek naar het doen van duurzaamheidsinvesteringen. In tegenstelling tot de financiële modellen gaat behavioral finance ervan uit dat actoren keuzes maken die zijn ingegeven door beperkte rationaliteit in plaats van perfecte rationaliteit zoals wordt aangenomen in de financiële benadering (Barberis et al., 2002). Het concept beperkte rationaliteit (*bounded rationality*) staat haaks op het uitgangspunt dat mensen rationeel zijn en volledig uit zijn op het meest optimale resultaat (maximalisatie). Volgens deze theorie zijn individuen beperkt geïnformeerd in tegenstelling tot de aanname van perfecte informatie en tonen individuen *satisficing behavior*: besluitvormingsgedrag dat inhoudt dat alle beschikbare alternatieven worden afgewogen totdat een aanvaardbaarheidsdrempel wordt bereikt. Anders gezegd, in plaats van een optimalisatiestrategie wordt gekeken naar de beste optie op basis van de beperkte informatie en middelen die beschikbaar zijn (Simon, 1987). De theorie verklaart dat door de beperkte rationaliteit van en de beperkte informatie, er ruimte komt voor heuristische, emoties en (cognitieve) biases die invloed hebben op het gedrag en de beslissingen van actoren. Sterker nog, de theorie gaat ervan uit dat mensen constant zijn blootgesteld aan biases die zijn ingegeven door emoties of heuristieken (Baker et al., 2014).

Dit laatste vormt tevens de basis van de vooruitzicht theorie (*Prospect Theory*), ontwikkeld door Kahneman en Tversky in 1979. De theorie gaat ervan uit dat als er onzekerheid komt kijken bij het nemen van beslissingen door individuen, hun (beslis)proces beïnvloed wordt door cognitieve biases en emoties. Biases zijn irrationele aannames of overtuigingen die impact hebben op het maken van beslissingen die worden gedreven door feiten en bewijs. De meest voorkomende bias in beleggen is die van de representativiteit, die er toe leidt dat de waarschijnlijkheid dat er voor een optie of beslissing gekozen wordt omdat deze al (veel) vaker is voorgekomen of omdat deze voldoet aan criteria die de beslisser eerder heeft gezien.

Het is belangrijk rekening te houden met het gegeven van biases in duurzaam beleggen aangezien wetenschappelijk onderzoek heeft uitgewezen dat duurzaam beleggen eerder vanuit beperkte

rationaliteit wordt gedaan dan vanuit de perfecte rationaliteit. Dat er sprake is van *bounded rationality* is op een bepaalde manier ook goed te verklaren wanneer gekeken wordt naar de definitie van duurzaam beleggen en de uitleg van ESG factoren. Het zijn veelal complexe, onduidelijke en niet gestandaardiseerde factoren of eigenschappen die worden toegekend aan ESG. Dit maakt het voor individuen moeilijk om weloverwogen beslissingen te nemen zonder daarbij beïnvloed te worden door biases. De beperkte beschikbaarheid van data verergert dat probleem. Ook in de overwegingen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen in vastgoed speelt dit probleem een grote rol. Verduurzamen heeft een nobel doel en geeft al snel de indruk dat het ten goede komt van het gebouw of de belegging. Toch moeten beleggers er voor waken niet te snel te acteren, omdat men dan tot irrationele beslissingen kan komen. Door het gebrek aan goede informatie en data neemt de afhankelijkheid van heuristieken en emoties toe in de beslissingen die beleggers moeten nemen.

Daarnaast is het zo dat heuristieken als *Representativiteit*, *Beschikbaarheid* en *Affectie* specifiek tot biases kunnen leiden bij duurzaam beleggen omdat ESG en duurzaamheid in bredere context een zeer belangrijk onderwerp zijn in het maatschappelijke debat. Iedere dag verschijnen er krantenartikelen en zijn er tv-debatten over ESG thema's. Dit zorgt ervoor dat als individuen beslissingen moeten nemen zij onbewust worden beïnvloed door beelden van bosbranden door klimaatopwarming of overstromingen door het stijgende waterpeil. Dit kan beslissingen beïnvloeden en leiden tot irrationele acties. Aanvullend wordt er in de media veel aandacht besteed aan bedrijven of beleggingen waarin ESG thema's een belangrijke rol spelen, met als gevolg dat actoren sneller geneigd zijn dezelfde beslissingen te nemen en volgedrag te vertonen. Tegelijkertijd kan het zo zijn dat beleggingen zonder sterke ESG factoren net zo goed, of misschien wel beter presteren, maar omdat daar minder aandacht voor is, worden deze feiten niet meegenomen in het beslisproces.

Ook emoties spelen een sterke rol bij duurzaamheidsthema's. Dit kan ertoe leiden dat beleggers dit disproportioneel laten terugkomen in hun investeringsoverwegingen. Een welbekende emotie die vaak terugkomt in wetenschappelijke studies naar financiële markten is *sentiment* (Baker & Wurgler, 2007). Uit onderzoek is gebleken dat sentiment de grootste drijver is geweest van de groei van het totaal belegd vermogen in duurzame beleggingen alsmede de exceptionele financiële prestaties van duurzame aandelen (Brogger & Kronies, 2020). In de theorie van Behavioral Asset Pricing Model (BAPM) is de rol van sentiment op een structurele wijze verwerkt in de totstandkoming van een beleggingsportefeuille (Shefrin & Stratman, 2010). In dit model wordt rekening gehouden met het effect van niet-traditionele factoren die impact hebben op de verwachte rendementen van fondsen, zoals de rol van emoties en de persoonlijke evaluatie van beleggingen door actoren – die kan zijn ingegeven door biases of heuristieken. Uit een casus waarin gekeken is naar het effect van sentiment op duurzaam beleggen middels het BAPM is te herleiden dat een positief sentiment een direct effect heeft op de prijs van een aandeel door de verwachting die beleggers hebben bij de kwaliteit van het aandeel (Stratman et al., 2008).

Samenvattend kan gesteld worden dat als rekening wordt gehouden met meer aspecten dan enkel de traditionele rendement-risico verhouding om te komen tot een investeringsbeslissing, behavioral finance beter in staat is de populariteit en de context van duurzaam beleggen te begrijpen. Gelet op de karakteristieken van ESG factoren is duurzaam beleggen bij uitstek gevoelig voor beperkte rationaliteit, cognitieve heuristieken en emoties, die de investeringsbeslissing beïnvloeden.

### 2.3 De keus voor duurzaamheid

De benaderingen die zijn behandeld in paragraaf 2.2 geven nog geen antwoord op de vraag waarom investeerders investeren in duurzame beleggingen (beleggingen met een sterk ESG karakter). De theorieën beschrijven op welke wijze beleggingen worden geanalyseerd en hoe investeringsoverwegingen worden gemaakt. Uit onderzoek blijkt dat investeerders wel degelijk andere



motieven kunnen hebben om te investeren in duurzame beleggingen. In de regel investeren beleggers om praktische redenen, expressieve redenen of om emotionele redenen (Statman, 2010; Statman, 2004). Beleggers zijn niet altijd alleen maar opzoek naar een zo'n hoog mogelijk rendement tegen een zo'n laag mogelijk risico, wat volgt uit de nutsmaximalisatietheorie. Investeren in bepaalde beleggingen kan expressieve voordelen kennen waar beleggers hun identiteit aan willen ontlenen, voor zichzelf maar ook voor de buitenwereld. Dergelijke voordelen voegen een extra dimensie toe en dragen daarom bij in de beslissingen die beleggers nemen als ze beleggen (Statman, 2004).

Dit laatste is met name het geval bij duurzaam beleggen, zo blijkt ook uit een studie van Bean et al. (2005) die concluderen dat duurzaam beleggen wordt gedaan om financiële redenen, maar ook om de bijdrage aan de maatschappij. Echter worden ook sociaal maatschappelijke druk, wet- en regelgeving en simpelweg de wens van klanten genoemd als drijvers van duurzaam beleggen.

In dit hoofdstuk is de impliciete stelling geponeerd dat de hang naar duurzaamheid niet altijd rationeel is ingegeven. De Moderne Portefeuille Theorie houdt indirect weliswaar rekening met ESG factoren, maar selecteert (beleggingen) hier niet op. Door bewust te kiezen voor investeringen die voldoen aan specifieke ESG factoren wordt afgeweken van die rationele benadering. Echter kan daarbij ook gelijk de vraag gesteld worden wat wordt bedoeld met een rationele benadering. De uitleg van wat rationeel is wordt niet gegeven. Derhalve dient de kanttekening gemaakt te worden dat in dit onderzoek hiermee bedoeld wordt dat een investeringsbeslissing louter wordt ingegeven door het streven naar het hoogst mogelijke financiële rendement. Door de vertaling van de literatuur die ziet op duurzaam beleggen op de kapitaalmarkten naar de (directe) vastgoedmarkt dient eveneens een belangrijke kanttekening geplaatst te worden bij het voornaamste verschil in de vergelijking van die twee, namelijk de (beleggings)horizon. Vastgoedbeleggingen kenmerken zich door de lange periode waarin het vastgoed wordt aangehouden, in tegenstelling tot aandelen die (theoretisch gezien) op ieder moment verkocht kunnen worden. Het duurzaamheidsvraagstuk en met name het beoogde rendement dient dan ook vanuit het perspectief van die (langere) horizon bekeken te worden.

## 2.4 Conclusie

In dit hoofdstuk is getracht opzoek te gaan naar de theoretische verklaring van stimulansen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Die verklaring wordt gezocht in de theorie over duurzame beleggingen op de kapitaalmarkten. De traditionele financiële (neoklassieke) theorie schrijft voor dat de drijfveren voor het doen van investeringen volledig rationeel gedreven zijn waarbij rekening wordt gehouden met alle beschikbare informatie (efficiënte-markthypothese). In de praktijk blijkt echter dat duurzaam beleggen op de kapitaal markten een bepaalde ratio mist en daarmee gevoelig is voor niet rationele overwegingen, veelal ingegeven door voorkeuren, heuristieken of emoties.

Het hoofdstuk geeft antwoord op de deelvraag *“Welke stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen is vanuit een wetenschappelijk kader te verklaren?”*. Waar een verwachte stimulans vanuit de wetenschappelijk benadering zou moeten liggen in de rendements sfeer, oftewel het doen van duurzaamheidsinvesteringen zou gedreven moeten worden vanuit het oogpunt dat daarmee rendementsoptimalisatie behaald kan worden, lijkt de wetenschap over duurzaam beleggen op de kapitaalmarkten er echter op te wijzen dat daarvan geen sprake is. De verklaring voor duurzaam beleggen wordt gevonden in de theorieën uit de gedragseconomie.

Vastgoedbeleggers moeten er daarom voor waken niet in diezelfde val te stappen door te gaan verduurzamen door maatschappelijke druk of door de beïnvloeding van niet rationele argumenten, als dat niet een doel op zich is.

## 3 Drijvende (f)actoren in de praktijk

### 3.1 Inleiding

Uit hoofdstuk 2 is gebleken dat duurzaamheidsinvesteringen worden ingegeven door verschillende factoren. Ook in de vastgoedwereld is duurzaamheid een populair onderwerp. De verduurzaming van de gebouwde omgeving staat bij overheden en ook bij beleggers hoog op de agenda. In een artikel uit het FD van februari 2022 (FD, 2022), wordt duidelijk dat de broodnodige verduurzamingslag in de gebouwde omgeving tegen een hoge prijs komt. Daarbij lopen huiseigenaren maar ook (institutionele) beleggers tegen de nodige problemen aan. De grootste uitdaging is daarbij om de gebouwen te verduurzamen vanuit een financieel haalbare business case. Dat lijkt, door de hoge investeringen die gepaard gaan met verduurzamen, niet in alle gevallen mogelijk. Toch lijkt de verduurzaming desondanks te worden doorgezet. In hoofdstuk 2 van dit onderzoek is duidelijk geworden dat op de financiële markten duurzaamheidsinvesteringen niet altijd een financieel rationale basis kennen. Hoofdstuk 3 probeert dit gegeven te vertalen naar de drijfveren achter het doen van duurzaamheidsinvesteringen door (institutionele) vastgoedbeleggers door antwoord te geven op deelvraag 2: *“Welke externe factoren spelen een rol in de keus voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen?”* In de hoofdstuk worden de belangrijkste factoren die impact hebben op de besluitvorming voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen uitgelicht. Tevens wordt in dit hoofdstuk een eerste aanzet gedaan om deelvraag 3: *“Hoe ziet het kader waarbinnen duurzaamheidsinvesteringen worden gemaakt er uit en hoe komt besluitvorming tot stand?”* te beantwoorden vanuit de beschikbare literatuur.

### 3.2 Aandeelhouders

Er is breed gedragen consensus over de impact die gebouwde omgeving en daarmee gepaard gaande uitstoot, heeft op de opwarming van de aarde. Om dat tegen te gaan neemt de druk vanuit verschillende hoeken toe om te gaan verduurzamen. Steeds meer beleggers committeren zich aan duurzaamheidsdoelstellingen om daarmee de uitstoot van hun vastgoed terug te dringen. Dit wordt grotendeels ook ingegeven door de wens van aandeelhouders. Deze aandeelhouders zijn in verschillende categorieën in te delen waarbij de activistische aandeelhouder de grootste impact heeft op de verduurzamingsacties van een onderneming. Prominente aandeelhouders zoals hedgefondsen, pensioenfondsen, grote retailbeleggers en family offices spelen vaak een rol in het formuleren van de bedrijfs- of investeringsstrategie van een onderneming (Becht et al., 2009). In de praktijk blijkt dat met name specifieke ethisch verantwoorde aandeelhouders zich actief bemoeien met de ESG strategie van een onderneming (Barko et al., 2021). In het aangehaalde onderzoek blijkt tevens dat bedrijven die laag scoren op ESG ratio's, een toenemende activiteit zien van activistische aandeelhouders die eisen dat er stappen worden gezet op het ESG vlak. Ook in de vastgoedmarkt blijkt dat er met toenemende mate interesse is voor ESG thema's (Op 't Veld, 2021). Er is geen overtuigend bewijs te vinden in wetenschappelijke literatuur over de vastgoedsector waaruit blijkt dat duurzaamheid een hogere prioriteit heeft dan rendement. Wel kan geconcludeerd worden dat de toegenomen rapportage over duurzaamheidsactiviteiten van vastgoedfondsen grotendeels is ingegeven om de aandeelhouder tevreden te houden. De maatschappelijke druk waar vastgoedbeleggers mee geconfronteerd worden, geldt in zekere mate ook voor de aandeelhouder die verantwoording moet afleggen over zijn investeringsoverwegingen. De afgelopen jaren is dan ook de maatschappelijke kant van beleggen sterk toegenomen (Van Gool, 2019). De literatuur over maatschappelijk verantwoord beleggen kent verschillende stappen, waarbij de integratie ESG aspecten in de beleggingsstrategie de tweede stap is

die beleggers kunnen zetten op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen (Van Gool, 2019). Volledigheidshalve worden hieronder alle stappen genoemd:

1. Het uitsluiten van ongewenste beleggingen (bijvoorbeeld in de drugs-, wapen-, seks-, tabaks-, en alcoholindustrie);
2. Integratie van Environmental, Social en Governance (ESG) factoren in de beleggingsstrategie;
3. Het nastreven van 'engagement' met de ondernemingen waarin wordt belegd, o.a. door hierover actief te stemmen op aandeelhoudersvergaderingen;
4. Het selecteren van de best-in-class ondernemingen;
5. Impact investing als het meest ambitieuze duurzame doel.

Duurzaamheidsinvesteringen in de gebouwde omgeving kunnen in het licht van stap 2 van bovenstaande meetlat bekeken worden. Hiermee wordt duidelijk dat het gezien kan worden als een van de eerste stappen die een belegger kan zetten in het kader van maatschappelijk verantwoord beleggen. Het is daarom aannemelijk dat beleggers in toenemende mate zullen eisen dat ESG aspecten terugkomen in de beleggingsstrategieën van vastgoedbeleggingsfondsen. Stap 4 van bovenstaande lijst geeft daarnaast aan wat het gevolg kan zijn voor vastgoedbeleggingsfondsen als ze achter blijven. De toenemende druk op beleggers zal hen er toe dwingen om binnen het speelveld van vastgoedbeleggers hun kapitaal te richten naar de meest duurzame fondsen. Daarmee neemt de druk voor vastgoedbeleggers toe om hun vastgoed te verduurzamen en zich te profileren als duurzaam vastgoedfonds.

Niet in de laatste plaats kan verdedigd worden dat de toegenomen druk van aandeelhouders ook is ingegeven door rendementsdoelstellingen. Beleggingsfondsen rapporteren over hun duurzaamheidsactiviteiten om daarmee de financiële performance te doen toenemen. Bovendien zien institutionele beleggers de impact van hun investeringen op mens en milieu als hun fiduciaire verantwoordelijkheid (Op 't Veld, 2021).

Dat rendement op duurzaam vastgoed ook een verantwoord rendement is blijkt steeds vaker. Uit een onderzoek naar Europese vastgoedmarkten is gebleken dat gebouwen met een duurzaamheidscertificaat tot wel 39% hogere huurwaardes kunnen realiseren dan gebouwen zonder duurzaamheidscertificaat (CBRE, 2021). Daarnaast is er een significant verband tussen het leegstandspercentage van een gebouw en de aanwezigheid van duurzaamheidscertificering, waaruit blijkt dat duurzame gebouwen een lager leegstandspercentage kennen. Vertaald naar rendement betekent dit dat het directe rendement (huurinkomsten) op vastgoedbeleggingen hoger ligt bij duurzame gebouwen dan bij niet-duurzame gebouwen. Hiermee hebben aandeelhouders ook vanuit een financieel oogpunt reden om verduurzaming te eisen van vastgoedbeleggingsfondsen.

### 3.3 Wet- en regelgeving

De meest dwingende manier om de verduurzaming van de gebouwde omgeving een duw in de rug te geven is door het simpelweg op te leggen via wet- en regelgeving. Toch is het de vraag of dit de belangrijkste stimulans is voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen als verdere rationele voor het doen van deze investeringen ontbreekt. Omdat Nederland zich gecommitteerd heeft aan de doelstellingen van het Parijs klimaatakkoord uit 2015, buigen wetgevers zich over de vraag hoe Nederland kan voldoen aan deze afspraken. De afspraken zijn ingegeven om de opwarming van de aarde tegen te gaan. De *energy performance in buildings directive* (EPBD) is vanuit de EU in het leven geroepen om daad bij woord te voegen en richtlijnen op te stellen waar lokale overheden op hun beurt wet- en regelgeving op aan kunnen passen.

In de afgelopen jaren is veel aandacht besteed aan het *energieprestatiecertificaat* (EPC), ook wel energielabel genoemd. Het energielabel begint bij A++++ voor de meest zuinige gebouwen tot en met G voor de meest onzuinige gebouwen. Vanaf januari 2023 moeten kantoorgebouwen in Nederland beschikken over een energielabel C of beter. Hiermee dwingt de overheid dus af dat kantoorgebouwen met een label D of slechter, in strijd zijn met wet- en regelgeving en dus niet geëxploiteerd mogen worden. Ofwel, gebouwen die geen label C of beter hebben komen leeg te staan en mogen niet verhuurd worden. Een dergelijke maatregel is dwingend van aard, maar de vraag is in hoeverre dit bijdraagt aan het tegengaan van opwarming van de aarde. Een energielabel is immers een vertaling van een theoretische benadering over het energieverbruik van een gebouw en geeft geen uitsluitsel over het daadwerkelijke energieverbruik van een gebouw en daarmee de daadwerkelijke uitstoot die gepaard gaat met dat verbruik. Uit onderzoek blijkt dat het werkelijke verbruik aanzienlijk kan afwijken van het theoretische verbruik volgens een energielabel (Van den Brom, 2018). Dit is dus niet in lijn met de klimaatdoelstellingen van Parijs, die voor Nederlands zijn vertaald naar een reductie van broeikasgassen van maar liefst 95% in 2050 ten opzichte van 1990 (Ministerie van Economische Zaken en Klimaat, 2019).

Om het doel van het reduceren van uitstoot te halen heeft de Dutch Green Building Council (DGBC) de vertaalslag gemaakt naar een meetbare eenheid en doelstellingen waar gebouwen aan moeten voldoen. De klimaatdoelstellingen van Parijs zijn voor Nederland vertaald naar een maximaal verbruik voor kantoorgebouwen van 50 Kilowattuur (KWh) per vierkante meter per jaar vanaf het jaar 2050. Met deze doelstelling is het begrip Paris-proof in het leven geroepen dat inmiddels onder veel vastgoedbeleggers een bekend begrip is geworden. Door de te kijken naar daadwerkelijk verbruik van een gebouw in plaats van het theoretische verbruik is de stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen bovendien veel groter.

Uit onderzoek is overigens gebleken dat er een verband bestaat tussen de waarde van kantoorgebouwen en het wel of niet voldoen aan de energielabel eis van 2023. Gebouwen met een label C of beter hebben een hogere waarde dan gebouwen met een slechter label (Vismans, 2019). De vraag is daarmee of de label C verplichting een directe stimulans is voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen of dat hierbij het waarde creatie argument zwaarder weegt en dat dus de investering om te verduurzamen voornamelijk wordt gedaan vanuit een rendementsoogpunt.

### *Paris-proof*

Het is inmiddels een bekend gegeven dat de gebouwde omgeving verantwoordelijk is voor circa 40% van de wereldwijde CO<sub>2</sub> uitstoot. Steeds meer vastgoedbeleggers rapporteren over hun Paris-proof ambities. Toch lijkt er geen duidelijke consensus te zijn over wat beleggers hiermee bedoelen. Daarmee ligt greenwashing op de loer. Dat de doelen van het Parijs akkoord voor Nederland zijn vertaald naar maximale uitstoot per vierkante meter helpt in die discussie, maar omdat het een doel is dat pas in 2050 behaald moet zijn, is er ruimte voor interpretatie van het begrip Paris-proof. Opvallend is dat beleggers die met hun portefeuille “op koers” varen om in 2050 te voldoen aan de eis om maximaal 50 KWh per vierkante meter energie te verbruiken, de Paris-proof titel ook claimen.

Belangrijk voor dit onderzoek is te begrijpen hoe de Paris-proof ambitie bijdraagt in het doen van duurzaamheidsinvesteringen. De wens om de uitstoot te verminderen kan ingegeven zijn door idealistische motieven, maar wordt mogelijk ook gebruikt als marketingmiddel. De aantrekkelijkheid van een vastgoedfonds dat zich profileert als duurzaam fonds met Paris-proof ambities zal er waarschijnlijk in slagen om aandeelhouders tevreden te stellen. Het risico is echter dat er onvoldoende oog is voor de manier waarop die doelstellingen gehaald worden. Om aandeelhouders in dat proces

mee te nemen rapporteren vastgoedbeleggers steeds vaker over een zogeheten Paris-proof routekaart. Hiermee pogen zij aan te tonen hoe de gestelde ambities gehaald gaan worden en wanneer bepaalde mijlpalen worden behaald. Uit onderzoek onder 4% van alle kantoorgebouwen in Nederland is gebleken dat het gemeten energieverbruik van gebouwen met 75% omlaag gebracht moet worden om de doelstelling van 50 kWh per vierkante te behalen (De Jong et al., 2018). Waar beleggers op hoofdlijnen rapporteren over hun Paris-proof ambities lijkt nog onvoldoende te worden ingevuld hoe deze besparing op het energieverbruik behaald gaat worden. De Jong et al. tonen aan dat een energieverbruik van 50 kWh per vierkante meter mogelijk is door te verwijzen naar twee bestaande kantoorgebouwen in Alkmaar en Utrecht. Tegelijkertijd stellen zij ook dat de besparing vanuit een energiebesparingsoogpunt een beperkte financiële vermindering van de servicekosten oplevert (waar de energiekosten onderdeel van vormen). Dit laatste zou een obstakel kunnen vormen voor het versnel verduurzamen van kantoorgebouwen, om de reden dat het financieel te weinig oplevert.

Dat duurzaamheidsdoelstellingen in toenemende mate bij kunnen dragen aan het succes van beleggingsfondsen blijkt ook uit de zelfopgelegde ambities. Steeds meer vastgoedbeleggers leggen zichzelf doelstellingen op die ambitieuzer zijn dan de doelstellingen uit het klimaatakkoord van Parijs. Zo blijkt ook bij beursgenoteerd vastgoedbeleggingsfonds NSI (Jaarverslag 2021, NSI) dat in het jaarverslag spreekt van de ambitie om de vastgoedportefeuille al in 2035 uit te laten komen op netto-nuluitstoot (*net zero carbon*).

#### *Carbon Risk Real Estate Monitor*

De EU heeft naast het stellen van de doelstellingen voor 2050 ook de Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM) laten ontwikkelen. Dit is een tool die beleggers moeten helpen bij het bereiken van de doelstellingen door deze in de tijd uit te zetten. Om te voorkomen dat gebouwen op een gegeven niet meer voldoen aan wet- en regelgeving op het gebied van energieverbruik en dus *stranded* worden is het voor vastgoedbeleggers van belang de nodige investeringen in de tijd uit te zetten. Deze tool helpt beleggers om risico's die gepaard gaan met de verduurzamingsopgave te mitigeren. Zo helpt de tool bij het bepalen van momentum. Met name voor gebouwen die nog niet zijn afgeschreven maar zeer energie onzuinig zijn, is het verduurzamen een financieel onmogelijk opgave. Deze gebouwen hebben een hoog risico dat zich kan vertalen naar een forse afwaardering. Door elk gebouw langs de meetlat van de CRREM tool te leggen zijn beleggers in staat om het ideale moment voor verdere verduurzaming van het gebouw te bepalen. Met de tool is een vertaalslag gemaakt tussen het werkelijke energieverbruik en de daarbij behorende CO2 uitstoot en de opwarming van de aarde. De tool genereert een pad ofwel tijdslijn waarbinnen de verduurzaming van het gebouw moet plaatsvinden om de doelstelling van 2050 te behalen.

#### 3.3.1 EU Taxonomie

In december 2019 heeft de Europese Commissie 'The Green Deal' gepresenteerd waarin de doelstelling voor een klimaatneutraal Europa in 2050 verder zijn uitgewerkt. Daarin zijn ook aangescherpte doelstellingen opgenomen voor het jaar 2030. Om deze doelstellingen te halen schat de Europese commissie in dat er 350 miljard euro naar duurzame investeringen moeten gaan. Voor het mobiliseren van deze kapitaalstromen heeft de Europese Commissie het *Action Plan for Financing Sustainable Growth* geschreven, waaruit onder andere de EU Taxonomie – een classificatie systeem voor duurzame investeringen – is voortgekomen. De taxonomie heeft voor maar liefst 80 economische activiteiten gedefinieerd waar deze aan moeten voldoen om als duurzaam te classificeren. Het is een instrument dat de EU inzet om doelstellingen te halen. Het instrument ziet er op dat bedrijven moeten

rapporteren over hun activiteiten. In tegenstelling tot bijvoorbeeld wet- en regelgeving over energie labels voor vastgoed heeft de EU taxonomie een andere insteek. De Europese Commissie is er namelijk van overtuigd dat zolang bedrijven eerlijk en transparant rapporteren over hun duurzaamheidsactiviteiten, er overwegend kapitaalstromen naar duurzame investeringen zullen vloeien. Dit is enerzijds ingegeven vanuit een idealistisch beeld dat institutionele beleggers in toenemende mate willen investeren in beleggingen met een duurzaam karakter, maar anderzijds ook vanuit de gedachte dat dit de sectoren gaat aansporen om duurzaam te ondernemen zonder oog te verliezen voor financieel rendement. Het drijft innovatie vanuit het idee dat als iedereen duurzaam wordt, het verschil gemaakt wordt door het (financiële) resultaat van die specifieke ondernemingen en duurzaamheid zelf niet perse meer een verkoopargument is.

Door de EU taxonomie, die is ingegaan op 1 januari 2022, wordt dus blootgelegd hoe duurzaam bedrijven echt zijn omdat zij over hun specifieke activiteiten moeten rapporteren en er geen ruimte meer zou moeten zijn voor greenwashing. De taxonomie gaat namelijk zo ver, dat voor elke economische activiteit is bepaald wanneer deze duurzaam is en wanneer niet. Het simpelweg schermen met een duurzaam beleggingsbeleid mag dus niet meer als deze claim niet onderbouwd kan worden vanuit de richtlijnen van de nieuwe taxonomie. De taxonomie beslaat de volle breedte van de economie en dus ook de bouw- en vastgoedsector.

### 3.3.2 SFDR en CSRD

#### SFDR

Het actieplan uit 2018 waar eerder naar verwezen is, heeft niet alleen de komst de van EU taxonomieverordening tot gevolg gehad, maar ook die van een andere Europese wet, namelijk de *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR). De SFDR kijkt naar zowel ecologische als sociale kenmerken en is specifiek in het leven geroepen voor financiële (beleggings)producten. Ook in deze wet is transparantie het doel om te komen tot duurzame kapitaalstromen. In de wet wordt, onder andere, onderscheid gemaakt in een drietal type financiële producten (Sprenkels & Verschuren, 2022):

1. Artikel 8 producten: deze producten promoten ecologische of sociale kenmerken.
2. Artikel 9 producten: deze producten hebben duurzaamheid tot doel.
3. Overige producten: deze producten streven geen expliciete ecologische of sociale kenmerken na.

Door kleur te bekennen en ook hier weer transparant te zijn over het type product of fonds dat wordt aangeboden ontstaat duidelijkheid over (duurzame) kapitaalstromen. Als dit vertaald wordt naar de vastgoedsector staat type 3 'overige producten', ook wel bekend als artikel 6, bekend als het type product waarin geen aandacht is voor duurzaamheid. De interpretatie van artikel 8 en artikel 9 producten vanuit de vastgoedsector is echter minder makkelijk gemaakt.

Noemenswaardig is dat het partijen die vallen onder SFDR vrij staat om te kiezen onder welk artikel zij beleggingsproducten wensen aan te bieden. Eenmaal kleur bekend, betekent dat echter wel dat er gerapporteerd moet worden over elk specifiek onderdeel van de betreffende belegging. De strikte regels en uitwerking heeft de Europese Commissie weer vastgelegd in de *Regulatory Technical Standards* (RTS). Hiermee wordt duidelijk hoe diepgaand wet- en regelgeving gaat om de verduurzaming van de economie te versnellen.

Een kritische kanttekening die bij de SFDR gezet moet worden is dat deze enkel geldt voor partijen die volgens de SFDR worden gezien als financiële marktpartij. Hiervoor hanteert de wet duidelijke richtlijnen. In tegenstelling tot wetgeving waarin EPC verplichtingen zijn opgenomen ziet deze

regelgeving dus op een specifieke groep. Voor de groep die daar buiten valt is er vanuit deze Europese wetgeving dus per definitie geen stimulans om over te gaan tot duurzaamheidsinvesteringen.

#### CSRD

Om er op toe te zien dat niet alleen financiële instellingen of marktparticipanten duurzaamheid hoog in het vaandel hebben staat heeft de Europese commissie ook de *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) in het leven geroepen. De wetgeving is nog niet operationeel maar hiermee wordt aangenomen dat steeds meer bedrijven moeten rapporteren over de impact van hun activiteiten op mens en milieu. Ook hier heeft de richtlijn weer tot doel om te zorgen voor meer transparantie en betere kwaliteit van duurzaamheidsinformatie. De CSRD ziet onder meer op het rapporteren over duurzaamheidsontwikkelingen die leiden tot mogelijk financiële risico's, ecologische en sociale materiële impact van het bedrijf op mens en milieu, en het meten van lange termijn doelstellingen.

De CSRD kent ook criteria waar bedrijven aan moeten voldoen om hier onder te vallen en is met name van belang omdat vastgoedbeleggers er op verschillende manieren rekening mee moeten houden. In de eerste plaats is niet uitgesloten dat bepaalde vastgoedbeleggers zelf moeten voldoen aan de CSRD, maar belangrijker is dat mogelijk hun huurder aan de rapportagerichtlijnen moeten voldoen. Waar de SFDR vooral in het leven is geroepen om meer transparantie te verschaffen in de rapportage van beleggers, heeft de CSRD tot doel deze transparantie te verschaffen bij ondernemingen. Geen van beide regelingen dwingt ondernemingen of beleggers om duurzaam te beleggen. Wel is de gedachte dat bij meer transparantie, de kapitaalstromen vanuit een natuurlijk proces meer zullen vloeien naar duurzame fondsen. Voor ondernemingen betekent dit bijvoorbeeld dat zij in hun rapportageverplichtingen onder andere moeten rapporteren over hun huisvesting en de uitstoot die daar mee gepaard gaat. Indirect leidt dit weer tot een stimulans voor vastgoedbeleggers om hun gebouwen te verduurzamen. Doen ze dit niet dan zullen ze immers mogelijk huurders zien vertrekken naar gebouwen die wel duurzaam zijn.

### 3.4 Rendement

Een investeringsstrategie voor een vastgoedbelegging kenmerkt zich in de regel door de rendementsrisicoverhouding. De verduurzaming van de gebouwde omgeving kent vele voordelen maar heeft als belangrijkste kanttekening de vraag voor wie de kosten van deze verduurzaming komen. Van Gool (2020) onderscheidt in zijn boek *Onroerend goed als belegging* verschillende stappen in het beleggingsproces. De duurzaamheidsdoelstellingen van een vastgoedbelegger worden opgenomen in de eerste stap van het beleggingsproces. In dit proces vindt het formuleren van een beleggingsstrategie plaats aan de voorkant van de belegging, oftewel voorafgaand aan het doen van de investering. Van Gool (2020) benoemt dan ook dat de duurzaamheidseisen kunnen worden opgenomen als een beleggingscriterium waarbij specifiek benoemd wordt dat dit in de overweging ook gezien moet worden in het licht van sociaal maatschappelijk rendement. Daarmee wordt dus onderscheid gemaakt tussen financieel rendement en sociaal maatschappelijk rendement. De theorie over die laatste vorm is nog dun en laat zich dan ook moeilijk vergelijken met financieel rendement. Toch is rendement als het gaat om stimulansen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen een bepalende factor. Vanuit de theorie maar ook vanuit de praktijk is nagenoeg geen bewijs dat (vastgoed)beleggers een duurzaamheidsinvestering zouden overwegen als deze verlieslatend zou zijn. Er wordt door beleggers altijd een narratief gezocht om een bepaalde investering te kunnen verantwoorden. Zoals in hoofdstuk 2 al aan de orde is gekomen kijken vastgoedbeleggers daarbij in de meeste gevallen naar een *Internal Rate of Return* (IRR). De variabelen die de IRR bepalen hebben betrekking op het directe en op het indirecte rendement van vastgoedbeleggingen. Zo kan het dat als een duurzaamheidsinvestering in een gebouw niet direct leidt tot een hogere huurwaarde, toch zijn



dat het totaal rendement van de belegging gelijk blijft of verbetert. Dat heeft te maken met het effect dat de duurzaamheidsinvestering op de kapitaalwaarde van het vastgoed heeft. In het eerder aangehaalde onderzoek van Vismans (2021) en ook het rapport van CBRE (2022) wordt het verband gelegd tussen duurzaamheid en waarde. Dit is slecht een selectie van onderzoeken die een positief verband aantonen tussen duurzaamheid en waarde(ontwikkeling). Aannemelijk is daarom dat vastgoedbeleggers zich bij hun investeringsoverwegingen laten leiden door een combinatie van factoren waar het rendement er in alle gevallen één van is. Voor institutionele beleggers geldt zelfs dat dit een plicht is vanuit hun fiduciaire verantwoordelijkheid. Het is daarmee verboden keuzes te maken die willens en wetens afbreuk doen aan het rendement. Ook als deze worden ingegeven vanuit ESG doelstellingen. Er dient dus altijd een narratief gevonden te worden waaruit blijkt dat de duurzaamheidsinvestering (op termijn) ten goede komt aan het rendement.

In het onderzoek naar de kaders waarbinnen duurzaamheidsinvesteringen worden gedaan is geen eenduidig beeld ontstaan. Derhalve is voor het bepalen van het kader gekeken naar de theorie voor renovatie- en herontwikkelingsvraagstukken (Van Gool, 2020). Tabel 1 toont een overzicht van de stappen die daarin worden genomen in een processchema.

**Tabel 1. Stappen plan renovatieproces**

Idee	Team	Geld
Stap 1: Beoogd concept na renovatie of herontwikkeling	Stap 3: Organisatie van de renovatie of herontwikkeling: a) De aansturing van het proces b) Het motiveren van interne betrokkenen c) Overleg met zittende of toekomstige huurders d) Tegengaan van conflicts of interest e) Streven naar waardecreatie	Stap 4: Risicobeheersing bij renovatie en herontwikkeling: 1) Planontwikkelingsrisico's. 2) Publiekrechtelijke risico's. 3) Aanbestedingsrisico's. 4) Grondexploitatie- en bouwrisico's. 5) Bouwkundige risico's. 6) Afzetrisico's. 7) Timingsrisico's en andere risico's.
Stap 2: Marketing van het gerenoveerde of herontwikkelde object		Stap 5: Financiën: 1) Rentabiliteit. 2) Budget 3) Financiering.

Bron: Van Gool, 2020

Bovenstaand figuur toont een schematische weergave van een besluitvormingsproces voor het doen van grote kapitaaluitgaven in de exploitatiefase van een vastgoedbelegging, zogeheten *capital expenditures* (CAPEX). Hierbij zijn verschillende factoren relevant, maar van doorslaggevend belang is de rentabiliteit. Hiermee wordt het rendement op de investering bedoeld. Het doen van duurzaamheidsinvesteringen kan vergeleken worden met een dergelijk renovatieplan. In de praktijk worden beide bovendien vaak samen gedaan, waarbij een renovatie of herontwikkeling elementen van verduurzaming bevat.

Om verduurzamingstrajecten mogelijk te maken die aanvankelijk niet rond te rekenen zijn vanuit de financiële haalbaarheid is er ook de mogelijkheid nog tot de zogeheten *split incentive*. Dit is een methode om de kosten voor het verduurzamen te delen tussen de huurder en de vastgoedbelegger. Een huurder kan dit doen door bijvoorbeeld een hogere huur te gaan betalen of door simpelweg een financiële



bijdrage te leveren in de totale kosten die gepaard gaan met de verduurzaming. Dit kan voor een huurder interessant zijn omdat met de verduurzaming het energieverbruik omlaag gaat, wat in het voordeel van de huurder werkt.

### 3.5 Stakeholders

In het spectrum van bepalende (f)actoren dient bij vastgoedbeleggingen ook stil te worden gestaan bij andere stakeholders dan de rol van de overheid en de aandeelhouders. Het is niet voor niets dat de Europese Commissie de gebouwde omgeving heeft benoemd als 'grootvervuiler'. De gebouwde omgeving heeft niet alleen in termen van uitstoot een grote maatschappelijke impact, ook vervult het om andere redenen een belangrijke rol in de maatschappij. In het verduurzamingvraagstuk speelt maatschappelijke druk dan ook een belangrijke rol in de investeringsoverwegingen van vastgoedbeleggers. De impact hiervan laat zich echter moeilijk kwantificeren. Of het nu gaat om de toenemende aanwezigheid van beleggingsfonds *Blackstone* in de Amsterdamse binnenstad (FD, 2021) of om de angst voor leegstaande kantoren na de sterke opkomst van het thuiswerken als gevolg van de coronapandemie, in beide gevallen heeft de maatschappij een duidelijke mening. De sociale impact van vastgoedbeleggingen blijft niet onopgemerkt bij vastgoedbeleggers. Steeds vaker gaat ESG bij vastgoed niet alleen over de *E* van *Environmental*, maar ook over de *S* van *Social* waarbij met name oog is voor de sociale impact van de gebouwde omgeving. Dit kan dan ook gezien worden als stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. De belangrijkste stakeholder vanuit het perspectief van de belegger is echter de klant. De gebruiker van het vastgoed zal tenslotte tevreden gehouden moeten worden om als huurder te blijven en niet te vertrekken. In toenemende mate rapporteren vastgoedbeleggers dan ook over huurderstevredenheid. In de paragraaf over de nieuwe EU wetgeving is bovendien al toegelicht dat duurzaamheidseisen niet alleen voor de financiële sector (gaan) gelden, maar ook voor ondernemingen. De rol die duurzaamheid speelt bij ondernemingen is enorm en raakt vele facetten van het ondernemen. Enerzijds hebben ook zij vanuit wet- en regelgeving te maken met verduurzamingseisen en rapportageverplichtingen, maar anderzijds speelt duurzaamheid ook een belangrijke rol in hun eigen bedrijfsprocessen. Gedacht kan bijvoorbeeld worden aan het aantrekken van nieuw talent. Werknemers zijn sneller geneigd te kiezen voor een duurzaam verantwoorde onderneming, zo bleek uit een studie van IBM onder 16.000 medewerkers (Kerencheva, 2022). Duurzame gebouwen kunnen bijdragen aan de perceptie van medewerkers over hun werkgever. Daarnaast kunnen duurzame gebouwen over een betere (lucht)kwaliteit beschikken, zijn deze groener en over het algemeen prettiger om in te verblijven. Tezamen met de duurzaamheidseisen die de bedrijven zichzelf opleggen maakt dit dat de huurder gezien kan worden als een bepalende factor en daarmee stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

### 3.6 Conclusie

In de inleiding van dit hoofdstuk is deelvraag 2 geponeerd die ziet op externe factoren uit de praktijk die als stimulans kunnen dienen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Waar in het theoretisch kader is gebleken dat duurzaam beleggen veelal is ingegeven door factoren die te verklaren zijn door gedragswetenschappen geeft hoofdstuk 3 een duidelijk beeld van bepalende factoren voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

De diepgang in de verschillende factoren geeft duidelijk aan op welke manier de factor een rol speelt. Opvallend daarbij is dat dit geen hapklare antwoorden zijn, maar dat elke factor vanuit een andere invalshoek een rol speelt. In onderstaand overzicht is getracht een schematische weergave te maken van de directe of indirecte stimulans die de factor heeft op de investeringsafweging.

**Tabel 2. Schematische weergave factoren**

<b>Factor</b>	<b>Direct / indirect</b>	<b>Toelichting</b>
Aandeelhouders	Direct	Via aandeelhoudersvergadering of beleggingscriteria
EPC labelverplichting	Direct	Wet- en regelgeving
Paris-proof	Indirect	Harde doelstelling in 2050, maar nu vooral een ambitie
EU actieplan (taxonomie, SFDR)	Indirect	Rapporteren over duurzaamheid werkt het in de hand om geen kapitaalstromen te verliezen
Rendement	Direct	Niet duurzame gebouwen behalen een minder goed rendement
Stakeholders	Indirect	De maatschappij maar ook huurders stellen steeds strengere eisen

Concluderend kan gesteld worden dat de externe factoren meewegen in de beslissingen die vastgoedbeleggers moeten maken bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Het hoofdstuk brengt goed in kaart welke factoren van belang zijn en hoe die van invloed zijn. De uitkomsten kunnen gezien worden als een aanvulling op uitkomsten van hoofdstuk 2 en tonen daarmee samen het spectrum waarbinnen investeringsoverwegingen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen zich afspelen. De praktische aard van de in dit hoofdstuk behandelde factoren dienen daarnaast als input voor de interviews, waarbij de respondenten worden geselecteerd op basis van hun affiniteit met één of meerdere factoren. Daarmee wordt getracht te onderzoeken of er nieuwe inzichten zijn en op welke manier de factoren uit figuur 1 behandeld worden in de praktijk.

In aanvulling op het antwoord op deelvraag 2 van dit onderzoek, wordt in dit hoofdstuk ook deelvraag 3 (deels) beantwoord. Behandeld is namelijk hoe een investeringsstrategie bij vastgoedbeleggers tot stand komt en welke rol duurzaamheid hier in heeft. De te nemen stappen voor het beleggingsprocessen leggen bloot dat duurzaamheidsinvesteringen in de regel aan de voorkant worden genomen door bepaalde beleggingscriteria aan te houden in het selectieproces voor investeringen. Daarnaast kunnen duurzaamheidsinvesteringen geschaard worden onder de kop van (grootschalige)renovaties of herontwikkelingen. Hierin wordt duidelijk dat het kader waarbinnen duurzaamheidsinvesteringen gedaan worden bestaat uit een aantal stappen waarin risico's in kaart worden gebracht en deze samen met het verwachte rendement in overweging worden genomen in de te maken investeringsbeslissing. In de af te nemen interviews zal met de te interviewen beleggers verder onderzocht worden in hoeverre sprake is van een specifiek kader waarbinnen duurzaamheidsinvesteringen worden gedaan.

## 4 Methodologie

In dit hoofdstuk wordt ingegaan op de onderzoeksmethode en wordt verantwoording gegeven voor de wijze waarop de onderzoeksvraag die in dit onderzoek centraal staat wordt beantwoord.

### 4.1 Kwalitatief onderzoek

De onderzoeksvraag die in dit onderzoek centraal staat luidt: *Wat zijn de stimulansen voor vastgoedbeleggingsfondsen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen?*

De vraag heeft een sterk kwalitatief karakter omdat de vraag intrinsiek al in zich heeft dat het als doel heeft te onderzoeken wat iemand beweegt. Daarin kunnen bewuste maar ook onbewuste factoren van belang zijn. In hoofdstuk 2 en 3 van dit onderzoek zijn op basis van inhoudsanalyse zowel de theoretische als de praktische factoren behandeld die gezien kunnen worden als stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Het onderzoeken van beweegredenen heeft een sterk cognitief karakter omdat getracht wordt te begrijpen hoe individuen acteren en waarom ze zo acteren. De gekozen onderzoeksstrategie heeft dan ook tot doel om te starten bij de theorie en de praktijk en deze vervolgens te toetsen door middel van interviews.

Uit de inhoudsanalyse is gebleken dat de praktische factoren om duurzaamheidsinvesteringen te doen worden ingegeven vanuit verschillende invalshoeken. Beleggingsfondsen worden in hun besluitvorming niet alleen beïnvloedt door hun eigen rendementseisen of beweegredenen maar ook door externe factoren. Wet- en regelgeving spelen hier een belangrijke rol in. Uit het theoretisch onderzoek van hoofdstuk is gebleken dat naast rationele overwegingen, biases, heuristieken en emoties ook een belangrijke rol spelen in de besluitvorming van beleggers.

Met de TPA-structuur die in dit onderzoek als strategie gekozen is, wordt de theorie samengebracht met de praktijk om antwoord te geven op de onderzoeksvraag. Omdat zowel de onderzoeksvraag als de factoren zijn ingekaderd moet de diepgang ervoor zorgen dat het onderzoek tot nieuwe inzichten dan wel resultaten leidt. Verschuuren & Doorewaard (2021) omschrijven in hun benadering van het doen van onderzoek dat gekozen moet worden voor ofwel de breedte, ofwel diepgang. Tevens maken zij onderscheid tussen kwantitatief en kwalitatief onderzoek als ook tussen empirisch- en bureauonderzoek. Dit onderzoek maakt gebruik van een combinatie van onderzoeksmethoden.

#### 4.1.1 Inhoudsanalyse

Omdat de onderzoeksvraag niet alleen vanuit een theoretische of wetenschappelijk invalshoek is te benaderen en sterk afhankelijk is van praktische zaken zoals wet- en regelgeving is inhoudsanalyse een uitermate geschikte methode om in dit onderzoek toe te passen. In de theoretische onderbouwing van hoofdstuk 2 is onderzocht dat drijfveren voor beleggers niet altijd een rationele basis kennen. Ook is hierin naar voren gekomen dat naast de theorieën over nutsmaximalisatie en behavioral finance, het duurzaam beleggen soms simpelweg wordt ingegeven door externe factoren zoals aandeelhouders of wet- en regelgeving. Door documenten te analyseren uit de praktijk aan de hand van bureauonderzoek kan een deel van de onderzoeksvragen worden beantwoord. Duurzaamheid is een actueel onderwerp dat op vele manier in de maatschappij aan de orde van de dag komt. De benodigde diepgang om in te zoomen op duurzaamheidsthema's die gepaard gaan met vastgoedbeleggingen maakt dat in hoofdstuk 3 antwoord is gegeven op de deelvraag die ziet op externe factoren die gezien kunnen worden als stimulans voor vastgoedfondsen. De gekozen onderzoeksmethode laat daarmee zien dat het de juiste methode is door theorie en praktijk samen te laten komen. Door deze vervolgens aan te vullen met interviews waarbij de respondenten bewust allen een andere achtergrond hebben, wordt

getracht diepgang op specifieke deelonderwerpen te zoeken. De uitkomsten van hoofdstuk 2 en 3 hebben als input gediend voor de interviewvragen.

#### 4.1.2 Interviews

Als een onderzoek een sterk verkennend of exploratief karakter heeft zijn interviews de uitgelezen methode om onderzoek te doen (Boeije, 2014). Er is niet eerder onderzoek gedaan naar stimulansen van duurzaamheidsinvesteringen waarbij specifiek gekeken is naar de huidige context waarbinnen vastgoedbeleggers zich bevinden.

De respondenten zijn zorgvuldig gekozen en opereren allen vanuit een andere discipline waarmee een interessante mix van respondenten is samengesteld. Om een goed beeld te schetsen van de factoren en de stimulansen die van invloed zijn bij het verduurzamen van de gebouwde omgeving is er voor gekozen niet enkel vastgoedbeleggers – die centraal staan in dit onderzoek – te interviewen maar ook experts die zich op dagelijkse basis bezig houden met deze externe factoren. Daarmee wordt getracht een diepgaand inzicht te verkrijgen in hoe deze factoren worden beleefd vanuit het perspectief van de expert, met als doel tot nieuwe inzichten te komen. De respondenten zijn geselecteerd als steekproef. In verband met beperkte beschikbaarheid en capaciteit is een selectie van respondenten gemaakt uit het netwerk van de onderzoeker. Uit de theoretische invalshoek van dit onderzoek is gebleken dat duurzaam beleggen of het doen van duurzaamheidsinvesteringen te kampen heeft met een beperkte rationaliteit van actoren. Door gebrekkige of incomplete informatie kan het zijn dat actoren minder rationele keuzes maken. Omdat het onderzoek ook als doel heeft inzicht te verschaffen en duidelijk te maken welke stappen vastgoedbeleggers moeten nemen naar een duurzame portefeuille worden verschillende experts geïnterviewd die het belang voor verduurzaming vanuit een andere invalshoek toelichten. De ongestructureerde stijl van de interviews biedt de ruimte om door te vragen en politiek correctie antwoorden daarmee te voorkomen (*stated behaviour*). Ook wordt er onderscheid gemaakt tussen de typen vastgoedbeleggers die voor het onderzoek worden geïnterviewd. De context waarbinnen een vastgoedbelegger zijn investeringsoverwegingen maakt, kan een grote impact hebben op de te nemen beslissing. Omdat het vanuit praktische overwegingen niet mogelijk is om alle mogelijke soorten beleggers te interviewen is een selectie gemaakt binnen het kader van vastgoedbeleggingsfondsen.

De interviews die in het kader van dit onderzoek zijn afgenomen zijn ongestructureerd van aard (Boeije, 2014) en worden gevoerd in een 'conversational style' (Bryman, 2012). Respondenten hebben voor aanvang van het interview een topiclijst gekregen zonder het specifieke verzoek het interview voor te bereiden. Kwalitatief onderzoek en het afnemen van interviews in het bijzonder hebben als doel gaten op te vullen die in het theoretisch kader van het onderzoek zijn ontstaan. De interviews dienen dan ook als aanvulling op de eerdere onderzoeksresultaten.

In totaal zijn er 6 respondenten geïnterviewd. De interviews zijn afgenomen via Teams en zijn opgenomen en getranscribeerd en vervolgens gecodeerd met behulp van het softwareprogramma ATLAS. In verband met de aangehouden topiclijst is gebruik gemaakt van deductief coderen, waarbij de in hoofdstuk 2 en hoofdstuk 3 behandelde onderwerpen of factoren een codegroep hebben gevormd. Deze methode is toegepast omdat deze een toetsend karakter heeft en omdat het bespreken van de onderwerpen tot doel heeft gehad te toetsen hoe deze een rol spelen in de dagelijkse praktijk van de respondenten.

Tabel 3 toont een overzicht van de geïnterviewde respondenten met een functieomschrijving.

**Tabel 3. Overzicht respondenten**

Respondent	Bedrijf	Functie
Bernd Stahli (BS)	NSI	CEO
Jeroen Solleveld (JS)	NSI	Head of Technical Asset Management
Alexandra Boot (AB)	Boot Advocaten	Vastgoedadvocaat
Joep Arts (JA)	Bouwinvest	Asset Manager
Arjan van Eijk (AE)	Colliers	Head of Sustainability
Edwin Kanters (EK)	ING	Global Head of AM, Project & Workplace Strategy

De interviews zijn allen op dezelfde wijze opgebouwd met de volgende thema's: duurzaamheidsinvesteringen, externe factoren, maatschappij en omgeving, behavioral finance, techniek en innovatie en tot slot besluitvorming.

De geïnterviewden zijn geselecteerd op basis van hun specifieke expertise. Zo is er voor gekozen om naast vastgoedbeleggers ook een vastgoedadvocaat te interviewen met diepgaande kennis over wet- en regelgeving omtrent de verduurzaming van de gebouwde omgeving en de totstandkoming daarvan. Omdat in het onderzoek ook het onderwerp techniek en innovatie een (beperkte) rol speelt is er bewust voor gekozen een technisch specialist te interviewen die een duurzaamheidsvraagstuk mogelijk vanuit een andere invalshoek benaderd dan de belegger, die vanuit een traditionele gedachte geneigd is vanuit een financiële invalshoek te redeneren. De adviseur is geselecteerd vanuit de gedachte dat deze als specialist een informatievoorsprong heeft op zijn minder goed geïnformeerde opdrachtgever. Het interview met de adviseur op het gebied van duurzaamheid heeft tot doel inzicht te verschaffen in hoe verschillende actoren in het proces van verduurzaming acteren en te onderzoeken of er verschil is in hoe er met dit thema op wordt gegaan bij verschillende typen vastgoedbeleggers. Ook zal de expertise van deze respondent tot nieuw inzicht kunnen leiden. Tot slot is een gebruiker van het vastgoed geïnterviewd, vanuit de stakeholder gedachte.

#### 4.2 Topiclijst

De respondenten hebben voorafgaand aan het onderzoek een topiclijst ontvangen met daarin op hoofdlijnen de onderwerpen die in het interview besproken zijn. De topiclijst is samengesteld op basis van de onderzoeksresultaten uit hoofdstuk 2 en 3. De interviews trapt af met vragen over de definitie van duurzaamheidsinvesteringen om een beeld te krijgen bij hoe dit onderwerp leeft bij de respondenten en hoe zij dit definiëren.

##### *Theoretische benadering*

De topics die zien op het theoretisch kader van dit onderzoek hebben als doel te testen hoe de geïnterviewde experts hier over denken. De rationale van de nutsmaximalisatie theorieën, waarbij beslissingen worden gemaakt vanuit een (financiële) ratio worden getoetst door de respondenten te vragen naar de verhouding tussen de rol van het rendement op duurzaamheidsinvesteringen en andere factoren. De verklaringen die worden gevonden in de *behavioral finance* hoek worden eveneens tegen de respondenten aangehouden waarbij besproken wordt in hoeverre zij dergelijk gedrag herkennen en door te vragen of er bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen sprake is van heuristieken of biases.

##### *Externe factoren*

De overige topics zien op de externe factoren die in hoofdstuk 3 van dit onderzoek aan bod zijn gekomen. Om meer inzicht te krijgen in de rol die externe factoren spelen als stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen, worden de geïnterviewden gevraagd naar hun kennis, hun

beweegredenen en de (uit)werking van deze factoren. Op hoofdlijnen is onderscheid te maken tussen de volgende onderwerpen: *aandeelhouders*, *wet- en regelgeving* en *techniek en innovatie*.

Na het behandelen van de onderwerpen is met een aantal vragen getracht te onderzoeken of de respondent nog factoren weet te benoemen die niet zijn teruggekomen in het interview, maar wel een rol spelen bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Ook is de geïnterviewden gevraagd naar hoe vastgoedbeleggers in hun ogen om zouden moeten gaan met het duurzaamheidsvraagstuk rekening houdend met de stimulansen en factoren zoals besproken in het interview.

### 4.3 Verantwoording

Omdat het een ingekaderd onderzoek is met een kwalitatief karakter is het van belang verantwoording af te leggen voor de gekozen onderzoeksmethodiek en uitleg te geven over de gemaakte afwegingen.

In dit onderzoek is een combinatie van onderzoeksmethoden gebruikt om tot nieuwe inzichten te komen. Het abstracte onderwerp en het feit dat er relatief weinig onderzoek is gedaan naar deze specifieke onderzoeksvraag, maakt dat het onderzoek op verschillende manier uitgevoerd had kunnen worden. Omdat het onderzoek is uitgevoerd als company research paper is de onderzoeksmethode en zijn ook de respondenten geselecteerd vanuit het idee dat zij een belangrijke toegevoegde waarde zouden kunnen bieden voor de lezers van het onderzoek. De recente ontwikkelingen op het gebied van wet- en regelgeving in het kader van duurzaamheid maken het onderzoek relevant voor beleggers en andere marktparticipanten. Het onderzoek heeft naast het verkennende karakter ook een informatief en bewustwording karakter. Het poogt beleggers te informeren over (nieuwe) externe factoren maar ook over de risico's die op de loer liggen als beleggers zich laten leiden door irrationele besluitvorming.

Met de aanvulling van de interviews wordt het bureauonderzoek aangesterkt en is er getoetst in hoeverre de theorie bekend is bij (markt)participanten. Het toetst daarna de mate van belangrijkheid van actoren waarmee bruikbare conclusies en aanbevelingen gedaan kunnen worden.

## 5 Onderzoeksresultaten

In dit hoofdstuk worden de onderzoeksresultaten van de afgenomen interviews weergegeven met als doel antwoord te geven op de resterende deelvragen en te toetsen in hoeverre de onderzoeksresultaten uit hoofdstuk 2 en 3 in de praktijk van de geïnterviewden terugkomen. Tevens wordt daarmee getracht tot nieuwe inzichten te komen die bij kunnen dragen aan het beantwoorden van de centrale onderzoeksvraag in dit Company Research Paper.

De resultaten worden geclusterd naar onderwerp weergegeven waarna het hoofdstuk eindigt met een conclusie waarin de onderzoeksresultaten antwoord geven op deelvragen 4 en 5. Omdat de interviews zijn afgenomen in een ‘conversational’ stijl is er geen vaste vragenlijst gebruikt waar de respondenten antwoord op hebben gegeven. De respondenten zijn veelal expert in hun eigen vakgebied dat ziet op één of meerdere factoren die als stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen gezien worden.

In de uitwerking van de interviews wordt gebruik gemaakt van afkortingen voor de aanduiding van de respondenten. In tabel 1 (hoofdstuk 4) zijn de afkortingen achter de namen van de respondenten weergegeven.

### 5.1 Duurzaamheidsinvesteringen

De interviews zijn na een introductie afgetrapt met de vraag wat duurzaamheidsinvesteringen naar mening van de geïnterviewde zijn. Het begrip duurzaamheid kent vele definities en wordt te pas en te onpas gebruikt. Het verkennende karakter van het onderzoek laat geeft de ruimte om respondenten hier hun eigen definitie te laten geven.

In veel van de interviews is naar voren gekomen dat de voornaamste definitie van duurzaamheidsinvesteringen wordt gezocht in de hoek van energiebesparende maatregelen. Toch is er geen eenduidig antwoord door de respondenten gegeven. Bernd Stahli (NSI) geeft bijvoorbeeld aan dat het vervangen van een lift in een kantoorgebouw geen duurzaamheidsinvestering is, tenzij deze investering wordt gedaan omdat de nieuwe lift een stuk efficiënter en energiezuiniger is. Het is slechts een voorbeeld waarmee wordt aangegeven dat het doen van een bepaalde investering vanuit verschillende invalshoeken bekeken kan worden. De vraag is daarom ook of een bepaalde investering überhaupt volledig is toe te schrijven aan de verduurzaming van een gebouw. Adviseur Arjan van Eijk (Colliers) geeft aan dat ook hij die vraag vaak stelt aan zijn opdrachtgevers. Volgens hem is sprake van een duurzaamheidsinvestering als deze ziet op isolatiemaatregelen, installaties of bijvoorbeeld hernieuwbare energie, dit alles in het kader van energiebesparende maatregelen. Als belangrijkste maatstaf benoemt hij het terugbrengen van de CO<sub>2</sub> uitstoot, wat vertaald wordt naar het kilowattuur (kWh) verbruik per vierkante meter. In aanvulling op de duurzaamheid die vooral te relateren is aan de *Environmental* kant van ESG, benoemt AE dat in toenemende mate ook de *Social* en *Governance* aspecten een rol spelen in zijn gesprekken over duurzaamheid.

Head of Technical Asset Management Jeroen Solleveld trekt de definitie breder en geeft aan dat volgens hem sprake is van een duurzaamheidsinvestering als deze ziet op één van de drie pilaren waar NSI zijn duurzaamheidsstrategie op heeft gebouwd. Deze pilaren zijn *Health & Wellbeing*, *Future Proof Buildings* en *Energy and Carbon*. Net als in AE zijn antwoord komen er meerdere aspecten in zijn definitie terug die dus niet enkel zien op de energiezuinigheid van het gebouw maar ook kijken naar impact op mens en milieu.

Opvallend is dat vastgoedadvocaat en expert Alexandra Boot (Boot Advocaten) de vraag niet zozeer beantwoord vanuit haar eigen opinie maar de vraag benaderd vanuit de nieuwe wet- en regelgeving inzake de EU Taxonomie. Deze wet ziet er juist op toe dat het woord duurzaam niet meer zomaar te pas en te onpas gebruikt kan worden. Volgens haar hangt de definitie van duurzaamheidsinvesteringen dus sterk af van welke specifieke investering er wordt gedaan en hoe die classificeert onder de nieuwe taxonomie wetgeving. Pas dan kan van een duurzaamheidsinvestering gesproken worden.

Joep Arts (Bouwinvest) benoemt in zijn antwoord zowel termen als mens en milieu als harde doelstellingen zoals het klimaatakkoord van Parijs. Opvallend is dat hij als enige ook verwijst naar de *Sustainable Development Goals* (SDGs) van de VN. Tot slot wordt de vraag door Edwin van Kanters (ING) eveneens beantwoord vanuit het perspectief van CO2 reductie. Zolang een bepaalde investering daar aan bijdraagt door het energieverbruik te verminderen is volgens hem sprake van een duurzaamheidsinvestering.

## 5.2 Externe factoren

In tegenstelling tot de volgorde van dit onderzoek waarbij eerst de theoretische modellen aan bod zijn gekomen is in de interviews gestart met vragen over de factoren die naar voren zijn gekomen in hoofdstuk 3.

### *Aandeelhouders*

Om de impact van aandeelhouders bij Bouwinvest te benadrukken verwijst JA bijvoorbeeld naar duurzaamheidsconvenanten die zij tekenen of bepaalde ambities die zij opleggen. Op de vraag of en hoe aandeelhouders een stimulans zijn voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen is het antwoord dan ook evident. De rol van aandeelhouders is gigantisch. Voor Bouwinvest wordt dat grotendeels ook ingegeven door de institutionele aard van de aandeelhouders. De veelal pensioenfondsen en verzekeraars hebben een sterke maatschappelijke betrokkenheid en vinden het belangrijk dat hun duurzaamheidsambities worden vertaald naar de vastgoedportefeuilles waar zij indirect in beleggen. Ook hieruit blijkt dat duurzaamheid verder gaat dan enkel het verminderen van het energieverbruik als JA het voorbeeld geeft dat er bij de woningbeleggingen voldoende sociale en middenhuur woningen onderdeel moeten zijn van de belegging. Daarmee zetten de aandeelhouders in op een sociale impact en verkiezen zij dat boven simpelweg het hoogste rendement. BS trekt de rol van de aandeelhouders breder door te benoemen dat alle kapitaalverschaffers tegenwoordig bezig zijn met duurzaamheid. Volgens hem heeft dat met name vanaf 2018 een enorme vlucht genomen. Zo verstrekken banken nu bijna alleen nog maar groene financieringen. Dit is voor een deel ingegeven door intrinsieke motivatie maar vooral door opgelegde richtlijnen vanuit de ECB. JS is meer dan 10 jaar werkzaam bij NSI en heeft in die periode verschillende aandeelhouders voorbij zien komen. Hij benoemt hierbij specifiek dat de rol die zij hebben en de aandacht die er is voor duurzaamheid enorm is veranderd en dat dit ook zijn uitwerkingen heeft in de organisatie. Ook AE benoemt dat er in de afgelopen jaren een sterke verschuiving is geweest vanuit de aandeelhouder. Niet alleen vindt de aandeelhouder duurzaamheid tegenwoordig belangrijk, het is volgens hem een selectiecriteria. De sterke groei van vastgoedbeleggingsfondsen die zijn gaan rapporteren over hun *Global Real Estate Sustainability Benchmark* (GRESB) performance wijt hij daar dan ook aan.

### *Wet- en regelgeving*

Het thema wet- en regelgeving is met name met expert op het gebied van EU Taxonomie, Alexandra Boot, uitvoerig besproken. Al snel in het interview werd duidelijk dat de stimulans die de nieuwe Europese wetgeving met zich meebrengt om sneller te gaan verduurzamen van ongekende grootte is. Vastgoedbeleggers zijn zich nog onvoldoende bewust van de rapportageplicht die op hen kan rusten



en de verstrekkende gevolgen die de Taxonomie en SFDR wetgevingen hebben op de operationele bedrijfsvoering. In haar betoog staat ze stil bij verplichte wet- en regelgeving zoals de EPC label C verplichting en dat woningen van het gas af moeten. Dit zijn harde doelstellingen die op landelijk niveau een impact hebben op de verduurzaming. De Taxonomie wetgeving legt echter geen harde eis op aan de invulling van de verduurzaming, maar omdat het puur ziet op rapportageverplichtingen en het tegen gaan van *greenwashing* zullen bedrijven een enorme slag moeten slaan in hun duurzaamheidsambities. Ook vastgoedbeleggers komen straks niet meer weg met het rapporteren over ambities of over hun bijdrage aan SDG's. Ze moeten vergaand bewijs aanleveren van hun activiteiten op het gebied van duurzaamheid. Gevolg hiervan kan zijn dat het kaf van het koren wordt gescheiden en dat echt duurzame fondsen het gaan winnen van de niet of minder duurzame fondsen. Dat alleen al zal voor vastgoedfondsen een stimulans worden voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Hierbij noemt zij echter wel dat de indirecte stimulans hiervoor niet in de hoek van wet- en regelgeving is ontstaan maar in de maatschappij. Zij benadrukt dat wet- en regelgeving volgt op marktontwikkelingen. De maatschappelijke druk en de wens om de verduurzaming te versnellen heeft uiteindelijk geleid tot nieuwe wetgeving. Daarmee is de stimulans initieel ingegeven door de maatschappij.

BS geeft aan dat wet- en regelgeving bijdraagt maar dat ook hierin de intrinsieke motivatie vaak is ingegeven door rendementsdoelstellingen. Hij benoemt hierbij bijvoorbeeld dat de nieuwe EU wetgeving het onder andere verplicht maakt om kleur te bekennen in het type product dat een beleggingsfonds aanbiedt (artikel 6, 8 of 9). In de praktijk zal blijken dat fondsmanagers hun fondsen zullen verduurzamen om kapitaal aan te kunnen blijven trekken. Het gaat daarbij niet zo zeer om de rendementen die met de beleggingen gerealiseerd worden, maar meer om de fundmanagement fees die gepaard gaan met het aantrekken van kapitaal. Ook JA geeft aan dat wet- en regelgeving een belangrijke rol spelen, maar dat de concurrentiepositie van vastgoedfondsen zwaarder weegt. De nieuwe wetgeving maakt het echter urgenter omdat nu wordt blootgelegd hoe duurzaam fondsen echt zijn. Als fondsen dan geen daad bij woord kunnen voegen, verliezen ze de strijd met concurrenten – en daarmee dus kapitaalstromen. Met het institutionele klantenbestand van Bouwinvest, dat voornamelijk bestaat uit pensioenfondsen en verzekeraars, geldt dat deze sowieso graag voorop lopen. Deze partijen dichten zichzelf een voortrekkers rol toe en willen dat hun (maatschappelijke) impact ook via deze weg invulling krijgt. De vraag is dan ook of de stimulans in de hoek van de wet- en regelgeving gezocht moet worden of dat het een combinatie van factoren is en dat veranderende regelgeving als een accelerator gezien kan worden. Adviseur AE benoemt eveneens dat de nieuwe wetgeving voor een versnelling zorgt. Met name het versnellen van de verduurzaming door de kapitaalstromen aan te pakken hadden veel beleggers niet zien aankomen. Omdat het nieuwe maatregelen zijn hebben vastgoedbeleggers maar ook beleggers op de kapitaalmarkten niet kunnen voorzien wat de impact gaat worden. Het blijft dan ook gissen hoe het zich de komende jaren zal ontwikkelen. Wel is één ding zeker, er zal meer kapitaal gaan naar duurzaamheidsinvesteringen. Van een stimulans is dus zeker sprake.

Vanuit de technische invalshoek valt op dat JS aangeeft dat de stimulans vanuit regelgeving voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen in sterke mate gaat toenemen. Zo benoemt hij de huidige C label plicht die vastgoedbeleggers wel degelijk heeft aangezet tot verduurzamen. Belangrijker vindt hij echter de verandering op het gebied van die energieprestatie labels. De systematiek gaat namelijk zodanig wijzigen dat deze niet meer enkel gaat kijken naar theoretisch energieverbruik van een gebouw, maar naar een daadwerkelijk energieverbruik. Bovendien wordt het een relatief systeem, waarbij de eisen die aan een label worden gehangen afhangen van de kwaliteit van de gehele bouwvoorraad van een land. Door dat concurrentie element toe te voegen lijkt het ook weer aannemelijk dat vastgoedbeleggers sneller worden gemobiliseerd om te verduurzamen. Bij veel

vastgoedbeleggers leeft de gedachte echter nog dat het een last is om te moeten verduurzamen, terwijl dat vandaag de dag veel meer gezien moet worden als kans, volgens JS.

Bij stakeholder en gebruiker ING is de veranderende wet- en regelgeving op het gebied van de EU taxonomie op dit moment nog geen harde stimulans voor het doen van (nieuwe) duurzaamheidsinvesteringen vanuit het perspectief van de huurder, volgens EK. Het is echter niet uitgesloten dat dit kan veranderen. Zo is de label C verplichting wel degelijk van invloed geweest. Ook EA geeft aan dat ING een voorbeeldfunctie heeft en daarom voorop wil lopen in de verduurzaming van de gebouwde omgeving. Hoe zij hier invulling aan geven is echter nog niet helemaal uitgewerkt. Wel is duidelijk dat dit niet perse is ingegeven door wet- en regelgeving omdat hun eigen ambities op het duurzaamheidsvlak al verder gaan dan hetgeen vanuit regelgeving wordt opgelegd.

### *Stakeholders*

Dat het thema duurzaamheid bij vrijwel iedereen in de maatschappij is doorgedrongen lijkt evident. Ook voor vastgoedbeleggers neemt de druk om te verduurzamen toe uit meerdere hoeken. Waar de druk vanuit wet- en regelgeving vooral wordt ingegeven door overheden of financiers, rijst de vraag of er ook sprake is van een bottom-up stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. BS geeft aan dit sterk afhangt van het soort gebouw en in mindere mate ook de locatie van het gebouw. Als voorbeeld noemt hij een gebouw op de Zuidas (Amsterdam), met als huurder een grote corporate. Zij zullen mogelijk een eigen duurzaamheidsbeleid hanteren, dat mogelijk ook weer is ingegeven door aandeelhouders en wellicht zelfs wet- en regelgeving. De ambitie op het vlak van duurzaamheid ziet in veel gevallen ook het huisvestingsvraagstuk. Dergelijke huurders zullen deze ambities bij de gebouweigenaar (vastgoedbelegger) neerleggen, met als eis dat zij het gebouw gaan verduurzamen. Dit ziet vooral op grote ondernemingen, multinationals en beursgenoteerde bedrijven. Wanneer gekeken wordt naar het MKB segment in de periferie, dan is de intrinsieke ambitie of wens er mogelijk wel vanuit de gebruiker, maar vaak is dit geen harde eis. Pas als het wordt opgelegd vanuit wet- en regelgeving zullen ook die gebruikers en die gebouwen meegaan in de duurzaamheidstransitie. Wel benoemt BS dat daar door de recente omstandigheden in de wereld en de sterk gestegen energiekosten, een nieuwe stimulans is ontstaan voor deze groep (stakeholders). Deze stimulans is dan weer grotendeels ingegeven vanuit financiële beweegredenen. Het reduceren van energieverbruik door te verduurzamen lijkt immers tot lagere servicekosten. Ook AE geeft in het interview aan dat hij dit als toenemende stimulans terug ziet in zijn praktijk. Stijgende energieprijzen zetten de huurder onder druk waardoor een directe stimulans ontstaat om het gebouw te verduurzamen. JA geeft aan dat het bij gebruikers van Bouwinvest twee kanten op werkt. Als de vastgoedbelegger zichzelf een ambitie oplegt om een bepaald duurzaamheidsniveau te behalen, dan is dat een directe aanleiding voor de huurder om te vragen om zijn gehuurde ruimte te verduurzamen. De vraag is dan waar de initiële stimulans vandaan komt. Omdat JA in zijn vak veelal met woningbeleggingen te maken heeft merkt ook hij dat de recente ontwikkelingen rondom de energieprijzen leiden tot een enorme stimulans vanuit de gebruiker.

Volgens AB zorgt de eindgebruiker eveneens voor een enorme stimulans. Zij ziet dat er een paradigma verschuiving plaatsvindt en dat het steeds meer draait om *people*, oftewel de mens. Vastgoed is slechts een middel en het moet voldoen aan de laatste eisen, om de consument, de eindgebruiker te kunnen behouden. Daar waar in het verleden wellicht het product of de dienst centraal heeft gestaan is dat speelveld aan het veranderen. Vanuit dat perspectief kan beargumenteerd worden dat de stimulans voor de verduurzaming vanuit deze invalshoek groot is of zal zijn.

Ook JS ziet vanuit zijn technische rol een toenemende vraag vanuit huurders (gebruikers) naar duurzame oplossing. Daarbij benoemt hij specifiek dat dit echt iets van de laatste jaren is, en dat het zich tot die tijd zeer beperkt voorkwam. Ook hij sluit aan bij het argument van BS dat dit bij grote(re)

ondernemingen veelal is ingegeven door een eigen duurzaamheidsbeleid en bijbehorende ambities. Opvallend is dat ook hij benoemt dat in zijn ervaring dit vaak ook weer wordt ingegeven door de aandeelhouders van die grote ondernemingen. De situatie met stijgende energieprijzen speelt ook volgens JS een belangrijke rol in de verduurzamingstransitie. Hierbij benoemt hij echter wel een groot dilemma. Deze stimulans is namelijk vooral ingegeven vanuit de gebruiker, maar levert de vastgoedbelegger niet direct iets op. Althans, enkel geredeneerd vanuit de gedachte dat de gebruiker de energielasten draagt voor zijn eigen verbruik. Door dit verbruik te verminderen door te verduurzamen, houdt de gebruiker onder aan de streep meer over. Volgens JS worden hier in toenemende mate afspraken over gemaakt met huurder waardoor er een soort split incentive bestaat. Dit draagt bij aan een duurzamer gebouw en zowel de vastgoedbelegger als de gebruiker dragen bij aan de financiering van die verduurzaming.

Volgens EK blijft het verduurzamen van een gebouw een verantwoordelijkheid van de vastgoedbelegger, maar moeten huurder en verhuurder samen optrekken. Door gezamenlijk een standpunt in te nemen, wordt de gebouweigenaar sneller aangezet tot verduurzaming en draagt ook de huurder op zijn manier bij aan een groter maatschappelijk doel (het verduurzamen van de gebouwde omgeving). Eerder in het interview met EK werd al duidelijk dat de indirecte stimulans die vanuit de huurder uitgaat ook ziet op de beschikbare alternatieven voor een huurder. Vanuit zijn ervaring wordt op dit moment al wel degelijk gekeken naar de duurzaamheidsaspecten van een gebouw dat ING betreft. Zijn deze niet of onvoldoende aanwezig dan valt een gebouw simpelweg af als mogelijke huisvestingslocatie.

#### *Rendement*

Dat beleggers met vastgoed op de beste locaties sneller over gaan tot verduurzaming is veelal ook ingegeven door rendement, volgens EK. Hij ziet in zijn praktijk dat het op deze plekken makkelijker is om de kosten voor het verduurzamen terug te verdienen in de huur. Daarmee is rendement, oftewel winstgevendheid, juist de stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. AB geeft over het onderwerp rendement aan dat beleggers wel de juiste afwegingen moeten blijven maken. Als een vastgoedportefeuille of een gebouw in een zodanig slechte staat is of wanneer verduurzamen simpelweg niet financieel haalbaar is, moet overwogen worden om het vastgoed een alternatieve invulling te geven. Een voorbeeld hiervan is het transformeren naar een andere functie. Op die manier kan het rendement veilig gesteld worden en wordt er indirect ook verduurzaamd (behoud van het vastgoed middels een alternatieve invulling). AE bekijkt de stimulans vanuit rendement meer vanuit het risicoperspectief. Zijn argument is dat een duurzaamheidsinvestering niet altijd hoeft te leiden tot incrementele waardegroei, door bijvoorbeeld een hogere huur of een hogere vastgoedwaarde. Het simpelweg niet doen van duurzaamheidsinvesteringen kan leiden tot een lager rendement. Daar schuilt een risico in. Rendement en risico lopen daarmee hand in hand als gesproken wordt over stimulansen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Dit antwoord komt ook terug in JA zijn antwoorden. Het verduurzamen leidt tot een lager risico van de belegging. Dit kan vertaald worden naar minder kans op leegstand, minder onderhoudskosten of een betere verkoopbaarheid van de belegging. Zelfs al zou dit niet leiden tot een hogere prijs, dan nog kan de rendements-risicoverhouding van de belegging verantwoord zijn. Heel concreet is het perspectief vanuit een rendementsoogpunt nog niet, geeft JA aan. Zo is er nog geen harde rendementseis voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Bij de overwegingen worden alle kwantitatieve en kwalitatieve argumenten meegenomen om tot een investeringsbeslissing te komen. Daarbij is het zeker niet zo dat rendement het zwaarst weegt. De toekomst moet uitwijzen of er op termijn ook huurverhogingen gepaard gaan met het verduurzamen.

### *Techniek en innovatie*

Op de vraag of techniek en innovatie een rol spelen in de besluitvorming lopen de antwoorden uiteen. JA geeft aan dat de techniek een belangrijke rol speelt in de besluitvorming. Zo kiest Bouwinvest er bepaalde investeringen soms uit te stellen om dat de techniek in ontwikkeling is en het aannemelijk is dat er binnen afzienbare tijd betere duurzaamheidsoplossingen voor de gebouwde omgeving geboden kunnen worden. Een alternatief argument is dat de kosten voor de verduurzaming op termijn afnemen omdat nieuwe ontwikkeling over het algemeen nog zeer kostbaar zijn. Naarmate de ontwikkeling langer op de markt is en door meerdere partijen wordt aangeboden, daalt de kostprijs. Opvallend is dat JA bij dit onderwerp ook inspeelt op de beschikbaarheid van materiaal en personeel die de verduurzaming mogelijk moeten maken. De duurzaamheidsopgave is op zichzelf al een uitdagende transitie maar door de huidige economische en geopolitieke situatie in de wereld ontstaan er grondstof tekorten en zijn de levertijden lang. Ook is er in Nederland bijvoorbeeld een personeelstekort. Dit wordt door JA niet zozeer als stimulans aangegeven, maar door de sterk toegenomen interesse in verduurzamingsopties, lijdt dit mogelijk tot extra uitdagingen die de transitie vertragen.

JS van NSI geeft aan dat techniek en innovatie wel een belangrijke rol moeten spelen. Zo verwijst hij naar de doelstellingen van de *Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM)*, die in het 1,5 graden scenario rekent met een maximaal verbruik van 13 kWh per vierkante meter voor gebouwen. Dat is een verbruik dat volgens hem onmogelijk haalbaar is voor alle gebouwen. Tenzij er in de toekomst innovaties op het gebied van de techniek komen die dit mogelijk maken. Daarmee is de duurzaamheidsambitie die de gebouwde omgeving opgelegd heeft gekregen een indirecte stimulans voor innovatie. Ook de beleggingswereld kan hier (financieel) aan bijdragen, omdat zij gebaat zijn bij nieuwe, efficiënte en betaalbare oplossingen.

Volgens AB moet techniek en innovatie er vooral toe leiden dat er meer eenduidigheid komt in de manier waarop doelstellingen gevormd worden. Vanuit haar expertise rol in Europese wetgeving benadrukt zij ook hier dat er nog veel onduidelijk is. Die onduidelijkheid zit met name ook in de verschillende rekenmethoden. Data is hierin misschien wel de belangrijkste schakel en volgens AB speelt de techniek daar weer een belangrijke rol in. Ook de wet- en regelgeving om die techniek mogelijk te maken speelt een rol in de verdere verduurzaming. Denk bijvoorbeeld aan elektrische laadpalen. Om een dergelijke ontwikkeling mogelijk te maken moet er op vele fronten werk verzet worden. De innovatie gaat verder dan alleen op technisch gebied.

Opvallend is dat AE juist aangeeft dat er de afgelopen jaren al veel gebeurd is op het vlak van techniek en innovatie. Het is volgens hem daarom niet aannemelijk dat vastgoedbeleggers daar nu op gaan zitten te wachten. Het is vooral een argument van de afgelopen jaren dat vastgoedbeleggers aangaven te wachten op ontwikkelingen zodat zij niet dat leergeld hoefden te betalen. Vastgoedbeleggers zijn zich bewust van de noodzaak en zien duurzaamheid niet meer als leuke bijkomstigheid.

Techniek en innovatie moeten er voor gaan zorgen dat ontwikkelaars of bouwers van gebouwen straks strakke(re) afspraken gaan maken met gebruikers zoals ING, stelt EK. Hij geeft aan dat gebouwen nu vaak nog worden gebouwd volgens een bepaald ontwerp. Daar wordt een verwacht, theoretisch label aan geplakt en daar blijft het dan vaak bij. In de toekomst zal het door techniek en innovatie makkelijker worden om de ontwikkelaar of belegger te houden aan de duurzaamheidsbelofte. Door het energieverbruik te monitoren kunnen er bovendien optimalisatieslagen plaatsvinden. Ook geeft hij aan dat automatisering een belangrijke factor in dat geheel wordt. Omdat de vraag vanuit de gebruiker en de belegger ontstaat zal de markt die innovatie automatisch verder op gaan pakken. Monitoring gaat daar enorm bij helpen. Om iets te kunnen verbeteren is goed inzicht vereist. Dat gaat er nu eigenlijk pas echt komen.

### 5.3 Theoretische benadering

In hoofdstuk 2 van dit onderzoek is een theoretische verklaring voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen gezocht. Hieruit is gebleken dat deze verklaring voornamelijk in de psychologische aspecten van de gedragseconomie gezocht moeten worden. De respondenten zijn in de interviews gevraagd naar biases en heuristieken bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

In gesprek met BS is stil gestaan bij de *bounded rationality* versus de *perfect rationality* gedachte. BS geeft aan dat je in de praktijk altijd zal moeten beslissen op basis van beperkte informatie. Dat geldt ook bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Dat je er van uitgaat dat een bepaalde oplossing de beste is, is dan een gegeven. Acceptatie speelt daarbij een belangrijke rol. Bij het maken van een beslissing is het van belang dat er punt wordt bereikt waarbij je voldoende geïnformeerd bent. Dan is het een kwestie van een keus maken en accepteren dat er mogelijk betere alternatieven zijn in de wereld, waar op dat moment geen kennis van is genomen. De doelstellingen moeten daarin leidend zijn, stelt BS. Zolang daar op gestuurd wordt zou de uitkomst naar wens van de investeerder moeten zijn. Uit het gesprek blijkt dat er een bepaalde bias kan zijn naar bijvoorbeeld een Paris-proof doelstelling. Wanneer gestuurd wordt op deze ambitie kan het voorkomen dat deze prevaleert boven de rationele afweging voor het doen van de duurzaamheidsinvestering. Van biases is daarmee zeker sprake. Ook JA geeft aan dat biases een belangrijke factor kunnen zijn in het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Omdat nog niet helemaal is uitgewerkt wat de rendementseis moet zijn op duurzaamheidsinvesteringen, laten vastgoedbeleggers zich ook leiden door andere argumenten. Een vooroordeel over een verduurzaming kan daarbij van invloed zijn op de te nemen investeringsbeslissing. EK geeft aan dat bias of vooroordelen bij vastgoedbeleggers soms nog de andere kant op werken. Een vastgoedbelegger kan namelijk nog steeds het beeld hebben dat investeren in verduurzaming geen of onvoldoende rendement oplevert en daarmee niets toevoegt aan zijn belegging. Die gedachte is lang een breed gedragen mening geweest en leeft nog steeds bij bepaalde mensen. Het tegendeel is tegenwoordig echter waar. Gesteld kan dus worden dat biases ook als negatieve prikkel kunnen werken. Het maatschappelijk beeld dat onder andere door media wordt gecreëerd, waarbij klimaatverandering, overstromingen en orkanen breed in de media worden uitgemeten, kan volgens JS als bias worden gezien. Dat wil niet zeggen dat eigenlijk iedereen wel in bepaalde mate beïnvloedt wordt door iets wat niet enkel rationeel is. Die bias is soms sterker dan de feitelijke data en dat is ook nodig om zaken in beweging te krijgen. Een vastgoedbelegger is daarom ook biased als er keuzes gemaakt moeten worden. Ook volgens AE hebben een biases een positieve impact op de verduurzaming. Iedereen lijkt er mee bezig en daarom moet men er een mening of visie over vormen. Dat alleen al, zet mogelijk aan tot het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Althans, het kan als stimulans dienen. Als voorbeeld geeft AE de GRESB score die vastgoedbeleggers veelal presenteren. Hier zit uiteraard een intrinsieke motivatie achter om goed te scoren op het gebied van duurzaamheid, maar het is vooral ook een benchmark om te laten zien dat je beter scoort dan de concurrent. De stimulans zit dan waarschijnlijk meer in het concurrentieaspect dan de in andere factoren.

#### *Going forward*

De interviews zijn afgesloten met de vraag hoe vastgoedbeleggers met de duurzaamheidstransitie om moeten gaan en welke stappen zij hiervoor moeten nemen. AE geeft aan dat hij ziet dat vastgoedbeleggers de vraag wat te doen met ESG beantwoorden door de SFDR wetgeving als raamwerk te gebruiken om hun duurzaamheidsambities op te tuigen, wat hij toejuicht. Ook ziet hij een doordruppeleffect naar de partijen daaronder zoals de property managers. Vanuit hun rol zal actief rekening gehouden moeten worden met klimaatadaptie en CO2 reductie. Ook zij zullen moeten

aantonen hoe actief ze daar mee zijn. Wel benoemt hij dat er nog veel onduidelijk is. Het proces om helder te krijgen waar aan voldoen moet worden en hoe processen ingericht moeten worden gaat nog wel een jaar of twee duren. Tegelijkertijd ziet hij bij aankopen wel al dat er concreet rekening wordt gehouden met de *Taxonomie alignment* en hoe ze de bestaande portefeuille zo snel mogelijk naar dat niveau kunnen brengen. Het begint volgens AE bij energielabelverbeteringen, energiepaspoorten en klimaatadaptatie studies. Hij vertaalt dat naar het in kaart brengen van financiële risico's. Een volgende stap is het inrichten van het datamanagement dat bij de verduurzamingsopgave komt kijken, om de infrastructuur op orde te krijgen. Dit is noodzakelijk voor het kunnen rapporteren en automatiseren van deze rapportages. Verder benadrukt AE dat het in zijn ogen verder gaat dan enkel de vereisten vanuit wet- en regelgeving. Een goed toekomstbeleid houdt ook rekening met daadwerkelijke klimaatadaptatie risico. Beleggers zullen zichzelf actief de vraag moeten stellen of hun vastgoed voorbereid is op de meest extreme klimaatveranderingen en weersomstandigheden.

AB geeft aan dat vastgoedbeleggers de vraag moeten beantwoorden welke gebouwen een investering waard zijn. Een soort nulmeting om te weten waar de portefeuille staat. Voor wat betreft de wet- en regelgeving is het van belang dat een dergelijk traject volledig wordt doorlopen. De eerste keer is ingewikkeld, maar daarna dient de nieuwe regelgeving als een soort dashboard. Desondanks zal er ook daarna prioriteit gegeven moeten worden door beleggers aan haalbare businesscases. Niet elk gebouw zal meekunnen in de duurzaamheidstransitie. Dat gegeven, daar moeten vastgoedbeleggers nu op acteren. JA geeft aan dat het belangrijk is dat vastgoedbeleggers adem blijven halen. De nieuwe SFDR wetgeving lijkt de druk te verhogen op het doen duurzaamheidsinvesteringen, maar het is belangrijk dat vastgoedbeleggers zich niet laten lijden door de waan van de dag, stelt JA. Het begint bij het ontwikkelen van een meerjarenplan, een lange termijn visie voor duurzaamheidsambities. Vervolgens is het van belang in gesprek te blijven met de belangrijkste stakeholders waarna overgegaan kan worden tot het zetten van stappen in de duurzaamheidstransitie. Transparantie speelt in belangrijke rol in de nemen stappen volgens BS. Hij geeft aan dat vastgoedbeleggers gebaat zijn bij transparantie omdat ze dan ook in staat zijn verantwoording af te leggen voor de gemaakte beslissingen. Het speelveld waarin de duurzaamheidstransitie zich afspeelt is complex en kent vele uitdagingen. Investeringsbeslissingen dienen daarom herleidbaar te zijn. Door transparant te zijn worden stakeholders meegenomen in de overwegingen van de belegger. Ook draagt het bij aan het daadwerkelijk tegen gaan van klimaatverandering. Een energielabel op zichzelf zegt niet zoveel, maar als vastgoedbeleggers transparant zijn over het daadwerkelijke gebruik van hun vastgoed, dan kan dat de transitie versnellen. EK geeft aan dat daarin ook de gebruiker als stakeholder een taak heeft. Door hun ervaringen te delen met vastgoedbeleggers en ook hun data, kunnen vastgoedbeleggers tot betere inzichten komen en wellicht sneller overgaan tot verduurzaming. Het gesprek tussen huurder en verhuurder over dit onderwerp is volgens hem dan ook van essentieel belang.

JS beargumenteert dat het begint bij het bepalen van een doel. Een duurzaamheidstransitie vraagt draagvlak op alle fronten. Mensen die de verduurzaming moeten uitvoeren zijn net zo belangrijk als de aandeelhouder of het interne team. Door het stellen van doelen komen mensen in beweging, aldus JS. Het draagt daarnaast ook bij aan de intrinsieke motivatie van mensen. Goed begrip van de noodzaak is daarom minstens zo belangrijk. Dat geldt ook voor de huurders. Het is daarom ook van belang dat er goed gecommuniceerd wordt over deze onderwerpen. Een vastgoedbelegger die investeert in een nieuwe klimaatinstallatie levert geen energiebesparing op als de gebruiker vervolgens de hele dag het raam open heeft staan en de verwarming aanhoudt. Het is daarom een gezamenlijke oefening, waar alle stakeholders voor geactiveerd moeten worden.

## 5.4 Conclusie

Uit de interviews is gebleken dat de externe factoren ook in de praktijk van invloed zijn op de besluitvorming rondom het doen van duurzaamheidsinvesteringen. De verschillende invalshoeken van de verschillende experts geven een breed doch eenduidig beeld. Met de uitkomsten kunnen deelvraag 4 en 5 beantwoord worden.

*Deelvraag 4: In hoeverre is rendement een stimulans en wat is de verwachte impact van de duurzaamheidstransitie op het rendement of de investeringsstrategie van vastgoedbeleggingsfondsen?*

In gesprek met de verschillende experts blijkt dat rendement een bepalende stimulans is, maar die zich moeilijk laat vatten in een duidelijke rendementseis. Daar waar beleggen in de regel een exacte exercitie is, door opbrengsten af te wegen tegen kosten en risico's, lijkt dat bij het doen van duurzaamheidsinvesteringen veel minder makkelijk te gaan. Het een drijvende factor omdat alle argumenten, zij het wet- en regelgeving of de druk van aandeelhouders, in de meeste gevallen zijn te herleiden naar het (financiële) resultaat. Vastgoedbeleggers lijken hun pijlen dan ook volledig te richten op de duurzaamheidstransitie en komen en route de nodige uitdagingen tegen.

*Deelvraag 5: Welke stappen moeten vastgoedbeleggers zetten op hun pad naar een duurzame portefeuille?*

Met wet- en regelgeving wordt een raamwerk gecreëerd waar vastgoedbeleggers mee aan de slag kunnen. De interviews leggen bloot dat verduurzamen niet alleen vanuit de beleggers gedaan kan worden. Alle stakeholders moeten deel uitmaken van de transitie om tot het beoogde doel te komen. Daarin zijn begrip van de noodzaak en ook inzicht in de huidige staat van de portefeuille van essentieel belang. Vastgoedbeleggers moeten daarom beginnen bij hun portefeuille en hun doelstellingen. Hoe willen wij zich profileren als vastgoedbelegger, wat is de rol van duurzaamheid, wat is de huidige stand van de portefeuille en hoe kunnen doelstellingen bereikt worden. Als vastgoedbeleggers die vragen kunnen beantwoorden is het zaak dit te communiceren met stakeholders zoals aandeelhouders en gebruikers. Hiermee wordt draagvlak gecreëerd en ontstaat er transparantie. Een vastgoedbeleggers is daardoor beter in staat om verantwoording af te leggen over zijn investeringsbeslissingen en wordt niet alleen afgerekend op (financieel) rendement.

## 6 Conclusies en aanbevelingen

Met dit Company Research Paper is een verkennend onderzoek uitgevoerd waarbij aan de hand van verschillende onderzoeksmethoden is toegewerkt naar de conclusie die in dit hoofdstuk centraal staat. Na de conclusie zal er worden gereflecteerd op het onderzoek waarna tot slot aanbevelingen volgen.

### 6.1 Conclusie

De onderzoeksvraag die in dit onderzoek centraal heeft gestaan luidt als volgt:

*Wat zijn stimulansen voor vastgoedbeleggingsfondsen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen?*

Duurzaamheid is in toenemende mate een bepalende factor in de bedrijfsvoering van vastgoedbeleggers. Met de doelstellingen van de EU en de aangesloten lidstaten staat de vastgoedmarkt voor een grote opgave. Vastgoedbeleggers kunnen zich daarbij laten leiden door maatschappelijke druk en veranderende wet- en regelgeving. In het theoretisch kader is onderzocht welke verklaring er gevonden kan worden voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Hierin is onderscheid gemaakt tussen de rationale benadering die wordt gevonden in de hoek van traditionele (neoklassieke) financiële theorieën. Deze theorieën gaan uit van nutsmaximalisatie. Een investering wordt enkel gedaan als deze de beste verhouding geeft tussen rendement en risico. Bovendien gaat de theorie er van uit dat kennis is genomen van alle beschikbare informatie. Om terug te vallen op empirisch bewijs is gekeken naar de wetenschappelijke literatuur over duurzaam beleggen op de kapitaalmarkten. Daar zijn de eerder beschreven theorieën getoetst op beweegredenen van beleggers op de financiële markt, met als uitkomst dat investeringen met een sterk ESG karakter zelden een volledig rationele basis kennen. De populariteit van duurzaam beleggen is ingegeven vanuit een andere invalshoek en niet enkel vanuit financiële ratio. De verklaring hiervoor wordt onder andere gevonden in de theorie van *behavioral finance*. De niet-financiële voordelen en de vooroordelen die beleggers hebben over duurzaam beleggen, wegen zodanig zwaar dat investeerder kiezen voor – wat vanuit een theoretische benadering – een suboptimale investering. Deze investeringsbeslissingen worden ingegeven door biases, heuristieken, persoonlijke voorkeuren of druk vanuit externe factoren.

Na het zoeken van de verklaringen en de stimulansen die daar uit voortvloeien is de centrale onderzoeksvraag verder onderzocht door de vertaling te maken naar de vastgoedsector. Hierbij is gekeken naar de (externe) factoren die als drijfveer worden gezien voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. De factoren wijzen uit dat de stimulansen in veel gevallen niet los van elkaar gezien kunnen worden. Ondanks de verschillende invalshoeken raken de verschillende factoren in veel gevallen hetzelfde argument. Zo is onder andere stilgestaan bij de invloed van aandeelhouders. De druk die zij uitoefenen op vastgoedbeleggers om hun vastgoedportefeuille te verduurzamen kan gezien worden als een stimulant, net als dat wet- en regelgeving dat is. De label C-verplichting is bijvoorbeeld vanuit wetgeving opgelegd, maar wetgeving over de EU taxonomie en de SFDR stelt geen directe eisen over de uitstoot van een gebouw. Wel stelt het eisen over de manier waarop beleggers moeten rapporteren over hun duurzaamheidsactiviteiten. Door deze transparantie ontstaat de noodzaak bij aandeelhouders om de druk om te gaan verduurzamen te verhogen. De nieuwe wetgeving heeft immers tot indirect doel kapitaalstromen door transparantie meer richting duurzame investeringen te leiden. Dat laatste lijkt succesvol. In het onderzoek is naar voren gekomen dat beleggers zich meer dan ooit bewust zijn van de noodzaak om te verduurzamen. De intrinsieke motivatie lijkt echter niet te komen vanuit een idealistisch motief. De verduurzaming moet plaatsvinden om in de toekomst geen kapitaalstromen te verliezen of om het rendement op de



(vastgoed)belegging in stand te houden. Het positieve is dat de toegenomen populariteit tot gevolg heeft dat duurzaamheid nu wordt gezien als een *unique selling point*, waarmee beleggers zich willen onderscheiden. Dat blijkt ook uit de voorbeelden van vastgoedbeleggers die zichzelf hogere ambities opleggen dan die van het klimaatakkoord van Parijs, waar in de literatuur maar ook in de praktijk door partijen veelal naar wordt gerefereerd. Deze ambitieuze houding heeft tot doel om aantrekkelijker te worden voor bestaande maar ook nieuwe kapitaalstromen, wederom ingegeven vanuit een verdienmodel.

Dat de verduurzaming niet alleen is ingegeven door financiële motieven is ook in de interviews duidelijk naar voren gekomen. Door respondenten vanuit verschillende disciplines te interviewen is een totaal beeld gecreëerd van hoe er in de markt wordt gekeken naar het duurzaamheidsvraagstuk. Uit alle gesprekken bleek dat er wel degelijk een idealistisch motief was bij de respondenten, maar ook bij de rest van de markt, voor zover dat beoordeeld kon worden door de respondenten. Daarmee lijkt de bias een positieve impact te hebben. De drammerige krantenkoppen en sturende wet- en regelgeving lijken hun vruchten af te werpen. Waar de vastgoedbelegger tot voort kort duurzaamheid nog enkel als een last zag, ziet deze duurzaamheid nu als kans.

De interviews gaven ook een nieuw inzicht. De recente ontwikkelingen met sterk toegenomen energieprijzen leiden tot een onverwachte stimulans voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Niet eerder zijn energiekosten een reden tot zorg geweest voor stakeholders die betrokken zijn bij de gebouwde omgeving. De sterke stijging van gas- en elektraprijzen heeft een schok teweeggebracht die in het voordeel van de verduurzaming uit zou kunnen pakken. Daarmee wordt de theorie die uitgaat van financiële motieven (nutsmaximalisatie) overigens wel weer enigszins bekrachtigd. Rendement of kostenbesparingen blijven de voornaamste reden voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Dat argument geldt nu niet meer alleen voor de vastgoedbelegger maar ook voor de gebruiker.

Dat de huidige verduurzamingsslag zijn evenknie niet kent is de belangrijkste uitkomst waar vastgoedbeleggers dit onderzoek mee moeten afsluiten. De complexiteit van de nieuwe wet- en regelgeving en de veranderingen in de manier waarop er naar energieverbruik wordt gekeken gaan een enorme impact hebben. Een gebouw kan het beste energielabel hebben en toch een extreem hoog energieverbruik hebben, waarmee het (op termijn) dus niet duurzaam is. Vastgoedbeleggers moeten hun systemen opnieuw inrichten om te kunnen rapporteren over duurzaamheid maar ook om inzichtelijk te maken wat er op dit vlak moet gebeuren. Vastgoedportefeuilles moeten geanalyseerd worden en er moeten budgetten gecreëerd worden om de verduurzaming mogelijk te maken. Niets doen lijkt geen optie, omdat de gebruiker dat niet langer gaat accepteren. En als die dat al wel zou doen, dan komt wet- en regelgeving om de hoek kijken.

Het onderzoek toont aan dat de stimulansen zich in de afgelopen jaren hebben opgestapeld en zich nu als een cocktail boven de vastgoedmarkt uitstorten. De dwingende rol van de overheid is slechts één van de factoren die gaat leiden tot een gebouwde omgeving met minder CO<sub>2</sub> uitstoot. De sector zal er door marktwerking in slagen om zichzelf te verduurzamen, met rendementsmaximalisatie als ultieme stimulans. De voorlopers hebben de paden gebaand voor de markt. Het pad is echter smal en niet alle vastgoedbeleggers zullen mee kunnen komen in de opgave die er nu ligt. Voor beleggers die de ambitie hebben is het zaak om hun organisatie zodanig in te richten dat duurzaamheid in alle investeringsoverwegingen een prominente rol speelt.

## 6.2 Management advies

Het onderzoek maakt duidelijk dat er een verduurzamingslag gemaakt moet worden waar vastgoedbeleggingsfondsen mogelijk nog niet op zijn voorbereid. Dit Company Research Paper is geschreven om in te spelen op de behoefte van beleggingsfondsen zoals NSI om inzicht te krijgen in daadwerkelijke drijfveren voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. Onderstaand stroomschema toont een stappenplan dat is voortgekomen uit de onderzoeksresultaten en moet vastgoedbeleggingsfondsen helpen in de besluitvorming voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen.



Figuur 3. Stroomschema voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen (eigen ontwerp)

In bovenstaand schema is een vertaling gemaakt van de belangrijkste onderzoeksresultaten naar een advies dat vastgoedbeleggers kunnen implementeren. Hoewel de stappen en onderdelen voor zich spreken is het voorafgaand aan het doen van een duurzaamheidsinvestering voor beleggers belangrijk inzicht te hebben in de staat van hun portefeuille. Met de veranderende wet- en regelgeving en de toenemende rol van duurzaamheid in het maatschappelijk debat zullen beleggers voorbereid moeten zijn op de veranderende omstandigheden. Uit de onderzoeksresultaten blijkt dat een mogelijk risico schuilt in het gebrek aan kennis over wet- en regelgeving. Het advies is om een duidelijk raamwerk te creëren waar een duidelijk begrip van wet- en regelgeving onderdeel van is. Beleggers kunnen hun interne strategie, doelstellingen en ambities vervolgens vertalen naar een concreet uitvoeringsplan. Hiermee wordt voorkomen dat gehandeld wordt uit bias of irrationele overwegingen. Investeringsbeslissingen kennen een verstandige financiële basis die is ingegeven door een lange termijnstrategie, rendementsdoelstellingen en concrete (duurzame) doelen. Ook laten beleggers zich hierdoor niet leiden door onbewuste stimulansen. Voor een beleggingsfonds als NSI betekent dit dat dit zich dit moet doorvertalen naar de afdeling Investments, die zich bezig houden met de strategische uitwerking, de afdeling asset management die de huidige staat van de portefeuille in kaart moet brengen, de afdeling techniek die verantwoordelijk zal zijn voor de uitvoering van de duurzaamheidsstrategie en het bestuur dat zal moeten beslissen welke middelen er beschikbaar worden gesteld.

### 6.3 Reflectie

De tijdsdruk en het verkennende karakter van het onderzoek hebben een beperkende impact gehad op de diepgang. Door de theoretische insteek van hoofdstuk 2 te combineren met de praktijk uit hoofdstuk 3 is een interessante samenkomst van theorie en praktijk gevonden. De interviewtopics zijn op basis van de uitkomsten van hoofdstuk 2 en hoofdstuk 3 opgesteld en hebben tot interessante interviews geleid. Alle respondenten gaven aan het een belangrijk en actueel onderwerp te vinden en erkenden de relevantie van het onderzoek. De initiële gedachte om respondenten te selecteren die werkzaam zijn in verschillende disciplines van de vastgoedsector had tot doel om tot verschillende inzichten te komen. Achteraf blijkt dat dit in beperkte mate succesvol is geweest. De interviews hadden dezelfde structuur maar boden wel de mogelijkheid om af te wijken indien daar vanuit de respondent behoefte aan was. Dit bleek niet in alle interviews te gebeuren. De respondenten redeneerden allen veelal vanuit dezelfde invalshoek waardoor de uitkomsten van hoofdstuk 3 in veel gevallen enkel werden bevestigd en er weinig nieuw inzicht is ontstaan. Wel heeft de context van de antwoorden tot een compleet beeld geleid waarmee de centrale onderzoeksvraag is beantwoord. In onderstaande alinea's wordt op onderwerpniveau gereflecteerd op de gemaakte keuzes in het onderzoek en wordt er een kritische noot geplaatst waar nodig.

#### *Theoretische concepten*

In het theoretisch kader is de verklaring voor duurzaam beleggen gezocht in de neoklassieke en behavioral finance theorieën. De keus om het onderzoek vanuit deze invalshoeken te benaderen kent als risico dat hiermee voorbij wordt gegaan aan theorieën of benaderingen die mogelijk een andere verklaring zouden vinden voor de drijvende factoren achter duurzaam beleggen of het doen van duurzaamheidsinvesteringen.

#### *Validiteit*

De (semi) ongestructureerde manier van interviewen aan de hand van een topiclijst maakt dat de uitkomsten van de interviews een lage validiteit hebben. Ook laat de interviewstijl veel ruimte voor persoonlijke meningen en overtuigingen. In de interviews werden uitspraken gedaan die worden gedreven door de persoonlijke overtuigingen van de respondent. Hiermee neemt de betrouwbaarheid van de antwoorden af. Dit kan voorkomen worden door op een meer gestructureerde wijze te interviewen. De validiteit kan daarnaast toenemen door risico's op sociaal wenselijke antwoorden te mitigeren. Hier is in de methodologische verantwoording van dit onderzoek niet bij stil gestaan.

#### *Beleggingshorizon*

Dit onderzoek heeft getracht inzicht te geven in factoren en stimulansen voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen in vastgoed, door te leren van de wetenschappelijke literatuur die veelal is geschreven over de kapitaalmarkten. Hoewel er raakvlakken zijn tussen beleggen op de kapitaalmarkten en directe vastgoedbeleggingen is een belangrijk verschil de beleggingshorizon van de investering. Een duurzaamheidsinvestering in vastgoed kan een negatieve impact hebben op het directe rendement vandaag, maar een positief effect hebben voor het lange termijn rendement. Omdat vastgoed veelal voor een lange termijn wordt aangehouden door (institutionele) beleggers, dient dit gegeven meegenomen te worden in het besluitvormingsproces voor het doen van duurzaamheidsinvesteringen. In het theoretisch kader van dit onderzoek is daar onvoldoende voor gecorrigeerd, met als risico dat te snel tot conclusies wordt overgegaan. Vervolgonderzoek zou kunnen uitwijzen wat het effect is van de beleggingshorizon op het korte termijn rendement alsmede het lange termijn rendement.

#### *Respondenten*

Bij het zoeken naar respondenten voor de interviews is een selectie gemaakt uit het netwerk van de onderzoeker. Hierdoor lijkt sprake te zijn van een gemakssteekproef waardoor de validiteit en

betrouwbaarheid van de interviews in twijfel getrokken kunnen worden. Bovendien geven de resultaten nu geen beeld over de bredere markt. In de verantwoording is stil gestaan bij het type vastgoedbeleggers dat is geïnterviewd. In het onderzoek komt naar voren dat met name institutioneel kapitaal een bepaalde bias naar duurzaam beleggen. De geïnterviewden die werkzaam zijn beleggingsfondsen NSI en Bouwinvest redeneren vanuit hun eigen (persoonlijke) overtuigingen, maar nemen in hun overwegingen wel de wensen van aandeelhouders mee die veelal een institutioneel karakter kennen.

Het aantal respondenten voor de interviews is met 6 aan de lage kant, ondanks de kwalitatieve aard van het onderzoek. Het relatief lage aantal respondenten is ingegeven door de tijdsbeperkingen en beschikbaarheid van respondenten.

De keus om voor respondenten te kiezen die als stakeholder gezien kunnen worden of vanuit een eigen expertise van toegevoegde waarde zijn voor het onderzoek heeft als voordeel gehad dat de onderzoeksresultaten vanuit verschillende invalshoeken zijn ingegeven. De methodologische verantwoording voor de selectie ontbreekt echter. Er is geen theoretische of methodologische grondslag voor de selectie. Dit draagt het risico dat dit de wetenschappelijke kwaliteit van het onderzoek niet ten goede komt.

#### *Onderzoeksmethode*

Het verkennende karakter en het onderwerp van het onderzoek hadden ruimte geboden voor een grounded theory onderzoeksmethode waarbij data wordt verzameld op zowel een kwalitatieve als kwantitatieve basis. In dit onderzoek is enkel gebruik gemaakt van kwalitatieve dataverzameling door het afnemen van interviews. Er heeft daardoor beperkte dataverzameling plaatsgevonden. Door een combinatie van kwalitatieve en kwantitatieve dataverzameling toe te passen was er mogelijk voldoende data verzameld om tot theoretische saturatie te komen, waarmee een nieuwe theorie getoetst had kunnen worden. De beperkte dataverzameling in dit onderzoek kent als risico dat hiermee de validiteit en betrouwbaarheid relatief laag zijn. In het proces van het coderen van de onderzoeksresultaten bleek het intensief coderen en de analyse hiervan door middel van bijvoorbeeld axiaal coderen van weinig tot geen nut te zijn. In plaats daarvan zijn de relevante onderzoeksresultaten uit de interviews uitgeschreven. Dit heeft als nadeel dat het moeilijk is een lijn te trekken en lering te trekken uit de motivatie van respondenten.

Hoewel in dit onderzoek naar voren is gekomen dat investeringsbeslissingen zich laten leiden door gedrag van actoren is bewust niet gekozen voor andere onderzoeksmethoden zoals observaties en experimenten. Observaties hebben als nadeel dat deze methode zich moeilijk laat uitvoeren in de context van dit onderzoek. Het observeren van beleggers in hun besluitvormingsproces is, gelet op de vertrouwelijkheid van bedrijfsgevoelige informatie, niet realistisch. Ook experimenteel onderzoek leent zich minder goed als methode voor dit onderzoek gelet op afwezigheid van een bruikbare dataset. Wel had dit onderzoek zich geleend voor een case study methode waarbij een hypothetisch of geanonimiseerd beleggingsvraagstuk was uitgewerkt. Door deze methode te combineren met interviews en vervolgens de uitkomsten te verzamelen over keuzes die door respondenten worden gemaakt had een verdere analyse gemaakt kunnen worden. Het is niet te zeggen of dit tot andere conclusies had geleid. Een case study had bij kunnen dragen aan gestructureerde interviews wat mogelijk weer tot meer respondenten had geleid. Dit zou de validiteit en betrouwbaarheid van de onderzoeksresultaten ten goede komen.

## 6.4 Aanbevelingen

Bij het schrijven van dit paper is besloten een verkennend onderzoek uit te voeren en gebruik te maken van interviews tezamen met een theoretisch en praktisch onderzoek. De literatuur die zich specifiek richt op de vastgoedsector is beperkt waardoor empirisch bewijs voor de sector ontbreekt. Uit het onderzoek blijkt de belangrijkheid en de urgentie van de verduurzaming van de gebouwde omgeving. Het onderzoek heeft als voornaamste aanbeveling aan vastgoedbeleggers dat er haast gemaakt worden met het inrichten van (interne) processen die het verduurzamingsproces overzien. Ook als duurzaamheid op zichzelf geen ambitie is, zullen beleggers hier beleid over moeten voeren en hun operationele bedrijfsvoering daar op moeten inrichten. Voor vastgoedbeleggers met een duurzaamheidsambitie is de aanbeveling dat gestart wordt met een inventarisatie op portefeuille niveau en het stellen van duurzaamheidsdoelstellingen. Het transparant rapporteren creëert medestanders en maakt het makkelijker om verantwoording af te leggen.

Aanbevolen wordt om in een vervolgonderzoek naar de stimulansen achter het doen van duurzaamheidsinvesteringen meer kwantitatieve data te verzamelen. Vervolgonderzoek kan zich bovendien richten op het effect van deze factoren op het rendement. Met dit onderzoek is inzichtelijk gemaakt welke factoren van belang zijn maar is geen analyse gemaakt van het effect van bijvoorbeeld de nieuwe EU Taxonomie wetgeving. Door data te verzamelen over de prestaties van vastgoedbeleggingen en deze te analyseren in het licht van de in dit onderzoek onderzochte factoren, leidt tot concretere adviezen voor vastgoedbeleggers.

In een kwantitatief vervolgonderzoek kan aan de hand van een meervoudige regressie gekeken worden welke factoren het zwaarst wegen. Door inzicht te krijgen in de impact van factoren op het rendement van vastgoedbeleggingen kunnen beleggers betere afwegingen maken in waar ze hun tijd en aandacht aan moeten besteden.

De relevantie voor dit onderzoek is onder andere ingegeven door de sterk toegenomen aandacht die de verduurzaming van de gebouwde omgeving momenteel ervaart. Vastgoed speelt een grote rol in het maatschappelijke debat over het bredere klimaatprobleem. Daarnaast lijkt de komst van de EU Taxonomie wetgeving een alarmerende functie gehad te hebben bij beleggers en gebruikers van vastgoed. De uitkomsten van dit onderzoek zijn mogelijk tijdsgebonden en ingegeven door voornoemde events. Aanbevolen wordt om een vergelijkbaar onderzoek uit te voeren over een aantal jaren om daarmee ook te toetsen in hoeverre de onderzoeker, de geïnterviewden en vastgoedbeleggingsfondsen worden gedreven door de huidige context waarbinnen dit onderzoek is uitgevoerd. Daarbij is de belangrijkste vraag of duurzaamheid dan in meer of mindere mate een relevant onderwerp is in investeringsoverwegingen en hoe hier uiting aan wordt gegeven.

## Literatuurlijst

Baarda, D. (2014). *Dit is onderzoek!* Groningen, Nederland: Noordhoff.

Barberis, N., Thaler, R., Brunnermeier, M., Constantinides, G., Daniel, K., Harris, M., Huang, M., Lamont, O., Ritter, J., Shleifer, A., Stein, J., & Vuolteenaho, T. (2002). A survey of behavioral finance.

Barnett, M. L. and Salomon, R. M. (2006), Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship between Social Responsibility and Financial Performance. *Strategic Management Journal*.

Beer, S. (2021). ESG must learn from the tech bubble — returns matter. *Financial Times*.

Beal, D. J., Goyen, M., & Phillips, P. (2005). Why Do We Invest Ethically? *Journal of Investing*, 14(3).

Baker, H. K., & Ricciardi, V. (2014). Investor behavior: The psychology of financial planning and investing. John Wiley & Sons.

Becht, M., Franks, J. R., Mayer, C. & Rossi, S. (2008). *Returns to Shareholder Activism: Evidence from a Clinical Study of the Hermes U.K. Focus Fund*. ECGI - Finance Working Paper No. 138/2006, London Business School Finance.

Brogger, A., & Kronies, A. (2020). Skills and sentiment in sustainable investing.

Cajias, M., Fuerst, F., McAllister, P. & Nanda, A. (2011). Is ESG Commitment Linked to Investment Performance in the Real Estate Sector?.

CBRE (2021). Is sustainability certification in Real Estate worth it? Evidence from European office markets.

Cox, K. (2017). Het effect van duurzaamheid op de huurprijs en de vertaling naar de waarderingen van kantoren in Nederland. Masterthesis Economische Geografie Universiteit Utrecht.

De Jong, E., Elkhuisen, P. & Kool, G. (2018). Roadmap to Paris Proof. Whitepaper: een plan van aanpak waarmee kantoren versneld de energiebesparingsdoelstellingen van het Klimaatakkoord bereiken. Enolis.

Delsen, L. & Lehr, A. (2019). Value matters or values matter? An analysis of heterogeneity in preferences for sustainable investments. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 9:3, 240-261.

Dillian, J. (2020), ESG Investing Looks Like Just Another Stock Bubble. *Bloomberg*.

Dorst, F. van. (2017). Het energielabel en haar invloed op de waarde van kantoren in Nederland. MSRE Scriptie Amsterdam School of Real Estate. Amsterdam.

Dunn, J., Fitzgibbons, S., & Pomorski, L. (2018). Assessing risk through environmental, social and governance exposures. *Journal of Investment Management*.

Eccles, R. & Klimenko, S. (2019). The investor revolution. Harvard Business Review

European Union: Empowering investors to pursue sustainability goals.

Freshfields Bruckhaus Derringer. A legal framework for impact: Sustainability impact in investor decision-making via <https://www.unpri.org/download?ac=13902>.

Geltner, D.M. et al., (2014). Commercial Real Estate Analysis and Investments. Mason.

- Gool, van et.al. (2013), *Onroerend goed als belegging*, vijfde druk, blz 74, Noordhoff Uitgevers.
- Geczy, C., Stambaugh, R., and Levin, D. (2005). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. University of Pennsylvania.
- GSIA - Global Sustainable Investment Alliance. (2021). *Global Sustainable Investment Review 2021*.
- Hartzmark, S.M. and Sussman, A.B. (2019), Do Investors Value Sustainability? A Natural Experiment Examining Ranking and Fund Flows. *The Journal of Finance*, 74: 2789-2837.
- Hebb, T., Hamilton, A. & Hachigan, A. (2010). Responsible Property Investing in Canada: Factoring Both Environmental and Social Impacts in the Canadian Real Estate Market. *Journal of Business Ethics*.
- Heineke, W. (2018). *Energielabels en de huurprijs van kantoren in Nederland*. MRE Scriptie. Amsterdam School of Real Estate.
- Ioana, D. (2020). The impact of Environmental, Social and Governance factors on Investor's Behavior – an Experimental study in the realm of sustainable investment. *Journal of Public Administration, Finance and Law*.
- IPD, (2013). Definitielijst input- en outputparameters IPD Nederlandse Vastgoedindex, geraadpleegd via [http://hoadd.noordhoff.nl/sites/7605/\\_assets/7605d22.pdf](http://hoadd.noordhoff.nl/sites/7605/_assets/7605d22.pdf)
- Kerencheva, E. (2022). IBM Survey: Employees More Likely to Accept Jobs from Sustainable Companies. Geraadpleegd op 24 juli 2022 van <https://www.esgtoday.com/ibm-survey-employees-more-likely-to-accept-jobs-from-sustainable-companies/#:~:text=The%20survey%20found%20a%20growing,accept%20positions%20from%20such%20companies>
- Kok, N., & Jennen, M. (2012). The impact of energy labels and accessibility on office rents. *Energy Policy*, 4(15), 1-9.
- Kurtz, L. (1997). No effect, or no net effect? Studies on socially responsible investing. *The Journal of Investing*.
- Lobao, J. (2016). *Behavioral Corporate Finance*
- Morgan Stanley. (2016). *Bricks, Mortar and Carbon - How Sustainable Buildings Drive Real Estate Value*.
- Markowitz, H. (1952) Portfolio Selection. *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.
- Orlitzky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. (2003). Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization studies*.
- Op 't Veld, H. (2021). *Reporting on the SDGs by Listed Property Companies: An International Comparison*. Amsterdam, Nederland: Amsterdam School of Real Estate.
- Pompian, M. M., & Wood, A. S. (2006). Behavioral finance and wealth management: How to build optimal portfolios for private clients.
- Sandberg, J., Jurevla, C., Hedeström, T. M., & Hamilton, I. (2009). The Heterogeneity of Socially Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The journal of finance*.

- Simon, H. (1990). Bounded rationality. *In Utility and probability*. Palgrave Macmillan, London.
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Behavioral Portfolio Theory. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 35(2).
- Shefrin, H., & Statman, M. (1994). Behavioral Capital Asset Pricing Theory. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 29(3).
- Sprenkels & Verschuren (2022). Wegwijs in rapportageverplichtingen over duurzaamheid. via <https://www.sprenkelsenverschuren.nl/wp-content/uploads/SV-SFDR-en-EU-Taxonomie.pdf>
- Tomo, A. & Landi, G. (2016). Behavioral Issues for Sustainable Investment Decision-making: A literature review. *International Journal of Business and Management*.
- Trelstad, B. (2016). Impact Investing: A brief history. *Capitalism & Society*.
- Van den Brom, P. M. (2018). *Performance gaps in energy consumption: household groups and building characteristics*. Routledge.
- Verschuren, P. & Doorewaard. H. (2021). *Het ontwerpen van een onderzoek (zesde druk)*. Den Haag: Boom Lemma Uitgevers.
- Van Gool, P. (2019). *Discussienotitie: Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid?* Amsterdam: Amsterdam School of Real Estate.
- Van Gool, P. (2020). *Onroerend goed als belegging*. Wolters Kluwer Nederland.
- Vismans, D.P. (2019). *De invloed van de aankomende energielabelregelgeving op de waarde van kantoorvastgoed in Nederland*. MRE Scriptie. Amsterdam School of Real Estate.
- Yue, X. G., Han, Y., Teresiene, D., Merkyte, J., & Liu, W. (2020). Sustainable Funds' Performance Evaluation. *Sustainability*.