



**Impact Investing in de Asset Allocatie van Pensioenfondsen & Verzekeraars
Doing Well by Doing Good**

M.N. Sinninghe MSc

Company Research Paper
MRE 2021-2023
Amsterdam School of Real Estate

06 november 2023

Colofon

Instituut	Amsterdam School of Real Estate (ASRE)
Opleiding	Master of Real Estate (MRE)
Document	Company research paper
Titel	Impact Investing in de Asset Allocatie van Pensioenfondsen & Verzekeraars
Status	Definitief
Student	M.N. Sinninghe MSc
E-mail	marsha.sinninghe@asr.nl
Datum	06 november 2023
1 ^e beoordelaar	drs. J. Schrader-van Meel MSRE
2 ^e beoordelaar	drs. J.P.L.M. op 't Veld

Voorwoord

Al jaren hoor ik verhalen van collega's en vakgenoten over de toegevoegde waarde van de Master of Real Estate (verder ook: 'MRE') aan de Amsterdam School of Real Estate (verder ook: 'ASRE'). Even zolang heb ik om het idee om met de MRE te starten heen gedraaid. Na afronding van mijn Master aan de Rijksuniversiteit Groningen in 2010, zwoer ik namelijk nooit meer een scriptie te schrijven. Dit voorwoord verraad dat ik die belofte heb verbroken.

Een combinatie van motief (mijn wens en ambitie om mijzelf continu te blijven ontwikkelen), gelegenheid (in coronatijd stond het sociale leven op een lager pitje) en middelen (met dank aan a.s.r. real estate) zorgde ervoor dat ik in 2021 besloot mij toch aan te melden voor de MRE.

Al vanaf de start van de opleiding stond vast dat mijn company research paper 'iets' te maken zou hebben met strategie en portfoliomanagement. Naast mijn passie voor strategie en portfoliomanagement, ben ik al jaren geïnteresseerd in de meer sociale kant van de financiële sector. Zo dook ik in 2008 aan de Rijksuniversiteit Groningen in de rol van banken met betrekking tot de verstrekking van microkrediet en publiceerde ik in 2015¹ het hoofdstuk '*Bank Rakyat Indonesia – Duurzaam en winstgevend beschikbaar maken van microfinance*' in het managementboek '*Briljante Businessmodellen in Finance*'.

Aan de sociale kant van de financiële sector is momenteel de relatief nieuwe praktijk van impact investing aan een opmars bezig. In mijn rol als fondsmanager bij a.s.r. real estate volg ik de groeiende aandacht voor impact investing met veel belangstelling en valt het mij op dat 'wij' – als vastgoedvermogensbeheerder – steeds vaker het signaal krijgen dat er vanuit pensioenfondsen en verzekeraars kapitaal beschikbaar is voor impact investing. Hoe deze allocaties naar impact investing worden bepaald en de exacte eisen aan de invulling van deze allocaties zijn soms vaag, ongrijpbaar en lijken te verschillen per investeerder. Een perfect onderwerp dus om mij in vast te bijten en nader te onderzoeken.

Dit company research paper (verder ook: 'research paper') had ik uiteraard niet kunnen schrijven zonder de hulp en openheid van pensioenfondsen en verzekeraars zelf. Ik wil alle geïnterviewde partijen dan ook hartelijk danken voor hun medewerking, openheid en enthousiasme ten aanzien van mijn onderzoek.

Hetzelfde geldt voor de experts aan wie ik mijn voorlopige conclusies heb voorgelegd en die mij in de expertpanelsessie van waardevolle feedback hebben voorzien. Ook aan hen een woord van dank voor het maken van tijd voor mijn onderzoek, het enthousiasme om mee te werken en het beschikbaar stellen van hun expertise.

Andere zeer waardevolle bronnen van kennis en feedback die ik niet onbenoemd wil laten, zijn mijn begeleiders vanuit de Amsterdam of School of Real Estate. Speciale dank aan Jantine Schrader-van Meel, als eerste begeleider/beoordelaar, niet alleen voor de inhoudelijke feedback, maar ook voor het luisterende oor en meedenken in de breedste zin van het woord.

Daarnaast wil ik mijn familie, vrienden, (ex-)collega's en studiegenoten bedanken voor de mentale support, het sparren en het geduld met mij.

¹ Als co-auteur

Tot slot wil ik mezelf bedanken, ik kan het niet beter verwoorden dan Snoop Dogg deed in zijn Hollywood Walk of Fame Speech in 2018: *'And last but not least: I want to thank me, I want to thank me for believing in me, I want to thank me for doing all the hard work, I want to thank me for never quitting'* (Snoop Dogg, 2018). Want ondanks mijn passie voor en interesse in het onderwerp, was het niet altijd makkelijk om naast een fulltimebaan voldoende tijd vrij te maken voor het research paper. Het was hard werken en soms afzien, maar het eindresultaat mag er zijn.

I did it, wederom een 'master scriptie' van mijn hand.

Marsha Sinninghe
Amsterdam, 06 november 2023

Managementsamenvatting

Voorliggend research paper verkent de positie van impact investing in de asset allocatie van institutionele beleggers. Voorafgaand aan het onderzoek zijn drie doelstellingen geformuleerd, die tezamen invulling geven aan de centrale onderzoeksvraag: *‘Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing en welke wensen en eisen hebben zij ten aanzien van de invulling van deze allocatie?’*

Het onderzoek is vormgegeven middels een literatuuronderzoek, interviews met institutionele beleggers en een expertpanel. Per doelstelling zijn de belangrijkste conclusies weergegeven.

Doelstelling 1: Een heldere en eenduidige definitie voor impact investing vaststellen

Impact investeringen zijn: *‘investerings die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare, sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement’* (Global Impact Investing Network, 2023a) en voldoen aan drie vereisten (ook wel kernkenmerken):

- Een duale doelstelling, het nastreven van zowel financieel als sociaal rendement;
- Intentionaliteit, een duidelijk van tevoren beoogde intentie om impact te maken;
- Meetbaar, het meten van de gemaakte impact.

Impact investeren is een strategie binnen bestaande asset classes en geen separate asset class.

Doelstelling 2: Inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen

In de ‘reguliere’ asset allocatie wordt veelal gebruik gemaakt van asset liability management (verder ook: ‘ALM’). Dit geldt niet voor het vaststellen van de allocatie naar impact investing, deze wordt in de praktijk veelal pragmatisch bepaald. In dit research paper is verkent hoe institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing zouden moeten vaststellen. Idealiter wordt gestart met het vaststellen van de beleggingsovertuigingen, die als input dienen voor het ALM-proces. Met een ALM-studie wordt de asset allocatie vastgesteld. Per asset class bepaalt een belegger vervolgens hoeveel impact hij kan/wil maken.

Doelstelling 3: Inzicht verkrijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van hun allocatie naar impact investing

De wensen en eisen ten aanzien van de invulling van impact investing zijn zeer divers. Het vooraf opstellen en delen van beoordelingskaders wordt daarom aanbevolen. Hierbij nemen institutionele beleggers idealiter wensen en eisen met betrekking tot de volgende thema’s op: rendementseisen, onderschrijven van de impact investing definitie, aanwezig zijn van intentionaliteit, meetbaarheid, haalbaarheid en compliance aan SFDR en EU-Taxonomie.

Aanbevelingen aan vastgoedvermogensbeheerder(s) die impact investing strategieën aanbieden of willen ontwikkelen.

Op basis van de verkregen inzichten is een aantal aanbevelingen geformuleerd:

- Luister naar de wensen en eisen van institutionele beleggers.
- Stel geen eigen impact definities op, maar sluit aan bij de eenduidige definitie.
- Zie impact investing niet als een marketingtool, maar zorg voor intrinsieke motivatie in alle lagen van de organisatie.
- Wees voorzichtig met claims ten aanzien van impact investing (overschatting en greenwashing liggen op de loer) en label geen bestaande fondsen om naar impactfondsen, maar biedt een (impact) oplossing voor een daadwerkelijk probleem.

Inhoudsopgave

COLOFON	2
VOORWOORD	3
MANAGEMENTSAMENVATTING	5
1. INLEIDING	8
1.1 AANLEIDING	8
1.2 PROBLEEMSTELLING	9
1.3 DOELSTELLING	10
1.4 ONDERZOEKSVRAGEN	10
1.5 RELEVANTIE	10
1.6 ONDERZOEKSMETHODOLOGIE	11
1.7 AFBAKENING.....	13
1.8 LEESWIJZER	14
2. IMPACT INVESTING	15
2.1 INLEIDING	15
2.2 THEORETISCHE INKADERING	15
2.2.1 <i>Beginnen bij het begin</i>	15
<i>Kader: EU-Taxonomie en Sustainable Finance Disclosure Regulation</i>	17
2.2.2 <i>Definitie</i>	18
2.2.3 <i>Positie in het investeringsspeelveld</i>	21
2.2.4 <i>Financieel versus sociaal rendement</i>	22
2.2.5 <i>Is impact investing een separate asset class?</i>	23
2.3 IMPACT INVESTING IN HET INSTITUTIONELE SPEELVELD	24
2.3.1 <i>Pensioenfondsen & verzekeraars</i>	24
2.3.2 <i>Allocatie naar impact investing door Nederlandse institutionele beleggers</i>	25
2.3.3 <i>Impact investing en fiduciaire verantwoordelijkheid</i>	25
2.3.4 <i>Invulling impact investing door Nederlandse institutionele beleggers</i>	26
<i>Kader: Impact investing met vastgoed</i>	27
2.4 CONCLUSIE	28
3. ASSET ALLOCATIE	29
3.1 INLEIDING	29
3.2 THEORETISCHE ASSET ALLOCATIEMODELLEN.....	29
3.2.1 <i>Asset only benadering</i>	30
3.2.2 <i>Asset liability management</i>	33
3.3 IMPACT INVESTING BINNEN ASSET ALLOCATIEMODELLEN	35
3.3.1 <i>Impact investing lijkt geen asset class</i>	35
3.3.2 <i>Sociale risico's en rendementen</i>	36
3.3.3 <i>Overige uitdagingen</i>	37
3.3.4 <i>Wensdenken: impact investing als onderdeel van asset allocatiemodellen</i>	38
3.4 CONCLUSIE	38
4. METHODOLOGIE	40
4.1 INLEIDING	40
4.2 KWALITATIEF ONDERZOEK	40
4.2.1 <i>Tekstanalyse</i>	40
4.2.2 <i>Empirisch onderzoek</i>	41
4.3 INTERVIEWS.....	41
4.3.1 <i>Respondentenselectie</i>	41
4.3.2 <i>Opzet</i>	42
4.3.3 <i>Interviewschema</i>	44
4.3.4 <i>Transcriberen & coderen</i>	45
4.4 VERANTWOORDING	46

4.4.1 Datakwaliteit	46
4.4.2 Consistent, accuraat & navolgbaar.....	46
4.4.3 Triangulatie.....	47
4.5 EXPERTPANEL.....	47
4.5.1 Expertselectie.....	47
4.5.2 Opzet.....	48
4.5.3 Verantwoording	49
4.6 CONCLUSIE	49
5. FOLLOW THE MONEY.....	50
5.1 INLEIDING	50
5.2 IMPACT INVESTING IN DE PRAKTIJK.....	50
5.2.1 Definitie	50
5.2.2 Momentum en motivatie.....	53
5.2.3 Financieel versus sociaal rendement	54
5.2.4 Impact investing als asset class	55
5.3 ASSET ALLOCATIE IN DE PRAKTIJK.....	56
5.3.1 Vaststellen strategische asset allocatie	56
5.3.2 Afwijken van de vastgestelde strategische asset allocatie	56
5.3.3 Recente en benodigde wijzigingen asset allocatieproces	57
5.4 IMPACT INVESTING IN DE ASSET ALLOCATIE	57
5.4.1 Bepalen van de allocatie naar impact investing	57
5.4.2 Afwijken van de optimale asset allocatie ten behoeve van impact investing	58
5.4.3 Impact investing als onderdeel van traditionele allocatiemodellen	58
5.5 INVULLING IMPACT INVESTING	59
5.5.1 Invulling impact investing	59
5.5.2 Wensen & eisen	61
5.5.3 Uitdagingen	63
5.6 CONCLUSIE	66
6. EXPERT OPINION	69
6.1 INLEIDING	69
6.2 VOORLOPIGE CONCLUSIES.....	70
6.2.1 Is impact investing een separate asset class?.....	70
6.2.2 Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?.....	71
6.2.3 Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?.....	72
6.3 AANVULLENDE TOPICS	74
6.3.1 Opinies ten aanzien van het ontstaan van indirecte impact en impact light terminologie	74
6.3.2 Impact investing en greenwashing	74
6.3.3 Aanbevelingen voor vastgoedvermogensbeheerders die impact investing fondsen (willen) voeren..	75
6.4 CONCLUSIE	75
7. CONCLUSIES EN AANBEVELINGEN	76
7.1 INLEIDING	76
7.2 CONCLUSIES	76
7.2.1 Een heldere en eenduidige definitie van impact investing.....	77
7.2.2 Inzicht in het bepalen van de (doel) allocatie naar impact investing.....	77
7.2.3 Inzicht in de wensen en eisen ten aanzien van de invulling van de allocatie naar impact investing ..	78
7.3 AANBEVELINGEN	78
7.3.1 Aanbevelingen pensioenfondsen en verzekeraars	78
7.3.2 Aanbevelingen vastgoedvermogensbeheerder(s) (a.s.r. real estate).....	81
7.3.3 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek.....	83
7.4 REFLECTIE	84
8. LITERATUUR	86
9. BIJLAGEN	97

1. Inleiding

1.1 Aanleiding

Termen als ESG², CO₂-reductie en klimaatrisico's zijn in een razend tempo gemeengoed geworden onder Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars (verder ook: 'institutionele beleggers'). Inmiddels wordt breed onderkend dat ESG-factoren een impact op risico en rendement kunnen hebben (Henderson, et al. 2022). Nederlandse institutionele beleggers integreren ESG-factoren daarom in hun (verantwoord) beleggingsbeleid en wegen deze mee in investeringsbeslissingen (De Nederlandsche Bank, 2018; INREV, 2020; Nijhof & de Bruin, 2021; Sociaal Economische Raad, 2018).

Nu ESG-factoren en verantwoord beleggen gemeengoed zijn geworden, is het tijd voor een volgende stap. Deze volgende en 'ultieme stap' is impact investing (van Gool, 2019). Een manier van beleggen die in opkomst is (Nijhof & de Bruin, 2021) en waar steeds meer aandacht voor is (van Dijk, 2022). Er is vanuit institutionele beleggers een toegenomen besef dat zij met hun beleggingen een positieve impact kunnen maken op de samenleving (van Dijk, 2022; van Gool, 2019; Nijhof & de Bruin, 2021).

Er is dan ook veel activiteit omtrent impact investing zichtbaar. Er is een toename in het aantal aangeboden impactfondsen en -strategieën waarneembaar (Höchstädter & Scheck, 2014; de Jong & Rocco, 2022) en de interesse in en allocatie naar impact investing is groeiende (Agrawal, 2019; Duiker & van Til, 2022; Geczy, et al. 2021; Hand, et al. 2022; INREV, 2020; McVitty, 2020).

Desalniettemin is er een gebrek aan eenduidige definities aangaande impact investing (Agrawal, 2019). Zo lijkt impact investing een (nieuwe) asset class te zijn, die voorbijgaat aan de grenzen van traditionele asset classes, maar er zijn ook stromingen die bepleiten dat het om een manier van investeren gaat die juist binnen bestaande asset classes toegepast wordt.

De eerste onderzoeksrichting van dit research paper focust zich daarom op de definitie van impact investing. Waar gaat het over als men spreekt over impact investing?

Gezien de eerder benoemde onduidelijkheid over het al dan niet kwalificeren als separate asset class, verwonderde het auteur dat verscheidene pensioenfondsen en verzekeraars een expliciete allocatie naar impact investing hebben opgenomen. In traditionele asset allocatiemodellen lijkt geen ruimte te zijn voor een beleggingscategorie die naast financiële risico's en rendementen ook meer sociale aspecten meeweegt (Yasar, 2021).

De tweede onderzoeksrichting van dit research paper focust zich daarmee op de positie van impact investing in de asset allocatie.

De verwachting daarbij is:

Allocatie naar impact investing volgt niet uit toepassing van traditionele asset allocatiemodellen.

² ESG: Environmental Social Governance.

Bij bevestiging van deze verwachting is het interessant om de volgende vervolgvragen (aangegeven met V1 en V2) verder te onderzoeken:

V1) Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?

V2) Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?

De derde en laatste onderzoeksrichting richt zich op de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van impact investing. Zoals eerder gesignaleerd schieten, met het gegeven dat er kapitaal beschikbaar is voor impact investing, de impactfondsen en -strategieën als paddenstoelen uit de grond (Höchstädter & Scheck, 2014; de Jong & Rocco, 2022). Elke vermogensbeheerder lijkt tegenwoordig impactfondsen aan te bieden, waarbij dit label (in de beleving van auteur) nogal eens te makkelijk op een beleggingsoplossing wordt geplakt om kapitaal op te halen bij institutionele beleggers. De scriptie van Folker (2021) lijkt dit te onderschrijven, in deze scriptie blijken experts de beoordeelde fondsen minder ver op de impact-as te plaatsen dan de betreffende fondsen zelf deden.

Dit research paper gaat daarom terug naar de bron, een letterlijke ‘follow the money’, het geld komt immers niet bij de vermogensbeheerders en fondsmanagers vandaan, maar bij de achterliggende pensioenfondsen en verzekeraars. Om daadwerkelijk impact te maken is inzicht in de wensen en eisen van institutionele beleggers met betrekking tot de invulling van impact investing essentieel.

1.2 Probleemstelling

Publicaties aangaande impact investing zijn de laatste jaren in opkomst. Desalniettemin blijft het aantal academische studies beperkt en zijn publicaties vooral vanuit de praktijk geïnitieerd (Brandstetter & Lehner, 2015; Höchstädter & Scheck, 2014; Yasar, 2021). Bovendien is er nog altijd een veelvoud aan definities voor impact investing in omloop. Om het vakgebied verder te brengen is een eenduidige definitie gewenst. Hiermee is het belang van de eerste onderzoeksrichting direct duidelijk.

Door het beperkte aantal academisch studies omtrent impact investing is er eveneens beperkt literatuur te vinden over de daadwerkelijk bepaling van de allocatie naar impact investing (Lee, et al. 2019). Impact investing lijkt niet te passen in traditionele asset allocatiemodellen, op welke wijze deze allocaties dan wel bepaald worden is onduidelijk. Dit onderschrijft het belang van de tweede onderzoeksrichting, ‘inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen’.

Binnen de Amsterdam School of Real Estate lijkt de aandacht voor impact investing te groeien. Dit is een logisch gevolg van het feit dat vastgoed een asset class is waarin bij uitstek impact gemaakt kan worden (Bikker-Bekkers, 2017; van Gool, 2019; Jacobs & Levy, 2022; McVitty, 2020). Scripties van studenten van de Amsterdam School of Real Estate gericht op impact investing zijn geschreven door Arts (2021) en Folker (2021). Beide scripties richten zich met name op de invulling van impact investing door vastgoedvermogensbeheerders, de wensen en eisen van de achterliggende klant (pensioenfondsen en verzekeraars) blijven buiten beschouwing. Arts (2021) en Folker (2021) geven beiden aan dat de wensen en eisen van pensioenfondsen en verzekeraars onderbelicht zijn gebleven en nader onderzoek behoeven.

Dit is overigens een bredere vraag die ook door bijvoorbeeld Yasar (2021) wordt onderschreven. Hiermee is ook het belang van de derde onderzoeksrichting aangetoond.

1.3 Doelstelling

Het doel van onderhavig onderzoek is drieledig:

- 1) Een heldere en eenduidige definitie voor impact investing vaststellen;
- 2) Inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen;
- 3) Inzicht verkrijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van hun allocatie naar impact investing.

Op basis van deze inzichten kunnen vastgoedvermogensbeheerders (zoals a.s.r. real estate), idealiter, met hun impact investing strategieën beter aansluiten op de wensen en eisen van institutionele beleggers. Als slotstuk van dit research paper wordt daarom een aantal aanbevelingen gedaan aan vastgoedvermogensbeheerders, die impactstrategieën (willen) aanbieden. Uit de drieledige doelstelling volgen daarmee als resultante (R):

- R) Aanbevelingen aan vastgoedvermogensbeheerder(s) die impact investing strategieën aanbieden of willen ontwikkelen.

1.4 Onderzoeksvragen

De centrale onderzoeksvraag van dit research paper is:

Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing en welke wensen en eisen hebben zij ten aanzien van de invulling van deze allocatie?

Ter beantwoording van de centrale onderzoeksvraag is een aantal, richtinggevende, deelvragen geformuleerd:

1. *Wat is impact investing?*
2. *Is impact investing een separate asset class?*
3. *Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?*
4. *Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?*
5. *Welke wensen en eisen hebben institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van impact investing?*
6. *Welke aandachtspunten dient een vastgoedvermogensbeheerder mee te nemen bij het aanbieden en ontwikkelen van impact investing strategieën?*

1.5 Relevantie

Het onderhavige onderzoek naar impact investing in de asset allocatie van pensioenfondsen en verzekeraars is zowel wetenschappelijk en maatschappelijk relevant als relevant voor de organisatie (a.s.r. real estate).

Wetenschappelijk gezien staat impact investing nog in de kinderschoenen. Publicaties zijn voornamelijk praktisch ingericht en wetenschappelijke publicaties zijn slechts beperkt beschikbaar (Brandstetter & Lehner, 2015; Höchstädter & Scheck, 2014; Yasar, 2021).

Onderzoek naar de positie van impact investing in de asset allocatie is zelfs nihil te noemen (Lee, et al. 2019). Dit onderzoek zou een (wetenschappelijke) aanzet kunnen zijn om het vakgebied verder te helpen op academisch niveau.

Door de toenemende beschikbaarheid van kapitaal van institutionele beleggers voor impact investing is er de afgelopen jaren een veelheid aan impactstrategieën en -fondsen opgetuigd en in de markt gezet door (vastgoed)vermogensbeheerders. Door het benaderen van het impact investing vraagstuk vanuit de bron (de geldverstrekkers, in dit onderzoek pensioenfondsen en verzekeraars) wordt een basis gelegd voor het ontwikkelen van strategieën die een betere invulling geven aan de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van impact investing. Impactstrategieën en -fondsen zouden daarmee minder de zweem van een marketingtool voor het ophalen van kapitaal moeten krijgen en juist een gedegen basis moeten vormen om daadwerkelijk het verschil te maken. Yasar (2021) onderschrijft de behoefte aan empirisch onderzoek naar de beoordelingscriteria van impact investeringen en van Gool (2019) onderschrijft dat impact investing start bij het verkennen van de wensen van de belanghebbende.

De relevantie voor de organisatie hangt nauw samen met deze maatschappelijke relevantie. In 2022 is door a.s.r. real estate-collega R.W.Y. van Dijk een thesis geschreven over de visie van institutionele beleggers op duurzaamheid en hun bereidheid tot extra investeringen ter verduurzaming van bestaand vastgoed. Ook in deze thesis kwam de groeiende aandacht voor impact investing naar voren. Begin 2023 is binnen a.s.r. real estate daarom de wens uitgesproken meer inzicht te krijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van impact investing. Deze inzichten helpen a.s.r. real estate om impact investing strategieën aan te bieden die aansluiten op de wensen en eisen van institutionele beleggers.

Dit research paper past bovendien bij de inspanningen van a.s.r. op het gebied van kennisontwikkeling ten aanzien van duurzaamheidsvraagstukken. a.s.r. (het moederbedrijf van a.s.r. real estate) *'behoort tot de Europese en wereldwijde top van duurzame verzekeraars'* (a.s.r., 2022) en *'zet zich actief in voor (wetenschappelijke) kennisontwikkeling op het gebied van duurzaamheidsvraagstukken binnen de financiële sector'* (a.s.r., 2023). Zo is recent, in samenwerking met de faculteit Economie en Bedrijfskunde van de Universiteit van Amsterdam het onafhankelijke onderzoekscentrum *'Research Centre for Sustainable Investments & Insurance'* geopend (a.s.r., 2023).

1.6 Onderzoeksmethodologie

Dit research paper betreft een verkennend en (deels) toetsend onderzoek. Het onderzoek is gestructureerd middels een TPA-structuur (van Hoek-Gerritsen, 2015).

Gestart wordt met de T van Theorie die, vormgegeven is met een literatuurstudie. Deze literatuurstudie is gericht op twee sporen:

- 1) Impact investing;
- 2) Asset allocatie.

Het resultaat van de literatuurstudie is een theoretisch kader waarin inzicht gegeven wordt in:

- 1) Impact investing:
 - a. Theoretische afbakening definitie;
 - b. Theoretische beschouwing van impact investing als asset class.
- 2) Asset allocatie:
 - a. Theoretische verkenning asset allocatiemodellen;
 - b. Theoretische positionering van impact investing in asset allocatiemodellen.

De P van Praktijk wordt middels een kwalitatief onderzoek ingevuld. Het praktijkonderzoek is ingevuld met interviews. Belangrijk voor het praktijkonderzoek is de selectie van de juiste respondenten. De uitdrukkelijke wens was om in gesprek te gaan met de eindbelegger en niet met tussenpartijen of vermogensbeheerders. Daarbij zijn pensioenfondsen en verzekeraars geselecteerd met een daadwerkelijke allocatie naar impact investing.

In de interviews vindt een definitietoetsing plaats en wordt onderzocht hoe in de praktijk de allocatie naar impact investing is bepaald. Tevens worden de wensen en eisen van deze partijen ten aanzien van impact investing onderzocht.

Onder de A van Analyse vindt een analyse op de praktijkbevindingen plaats. In hoeverre zijn er overkoepelende conclusies te trekken, kunnen partijen van elkaar leren en zit er lucht tussen theorie en praktijk. Uit de analyse bleek dat er op een aantal vragen geen eenduidig antwoord te formuleren is. Er is daarom een extra onderzoeksmethode ingezet, het expertpanel.

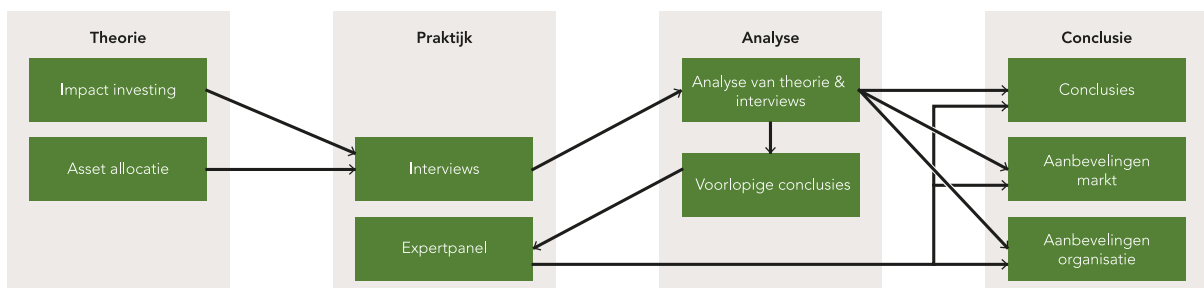
Op basis van de literatuurstudie en interviews is een aantal voorlopige conclusies geformuleerd die met een expertpanel verder verkend en bediscussieerd zijn. Voor de selectie van het expertpanel is gezocht naar deelnemers met een expertise op impact investing of asset allocatie en naar een combinatie van de wetenschap en praktijk.

Deze stappen tezamen resulteren in:

- 1) Antwoorden op de geformuleerde onderzoeksvragen, ofwel de conclusies;
- 2) Aanbevelingen aan de markt/pensioenfondsen en verzekeraars;
- 3) Aanbevelingen aan de eigen organisatie/vastgoedvermogensbeheerder(s).

Een visuele weergave van de hierboven beschreven onderzoekstructuur is opgenomen in figuur 1.

Figuur 1: Onderzoekstructuur



Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op van Hoek-Gerritsen (2015)

1.7 Afbakening

‘Tot de institutionele beleggers worden gerekend: pensioenfondsen, verzekeringsfondsen en beleggingsinstellingen met uitzondering van geldmarktfondsen’ (Centraal Bureau voor de Statistiek, 2023). Dit research paper richt zich specifiek op Nederlandse pensioenfondsen en verzekeraars, de begrippen ‘institutionele beleggers’ en ‘pensioenfondsen en verzekeraars’ worden substitueerbaar gebruikt en beogen uitdrukkelijk hetzelfde.

Er wordt enkel naar Nederlandse institutionele beleggers gekeken, omdat dit een meer homogene onderzoekspopulatie is dan een internationale populatie. Het Nederlandse pensioenstelsel is uniek te noemen (Pensioenfederatie, 2023a) en daarmee moeilijk internationaal vergelijkbaar. Tevens verschilt de wet- en regelgeving voor institutionele beleggers per jurisdictie waardoor een zuiver vergelijk lastig is.

Bovendien lopen Nederlandse institutionele beleggers, wereldwijd gezien, voorop in de allocatie naar impact investing (Duiker & van Til, 2022; Wessems-Chibrac & Vasquez, 2022) en kunnen daarmee mogelijk de meest waardevolle inzichten in de praktijk geven.

Tot slot maakt het enkel betrekken van Nederlandse institutionele beleggers het onderzoek praktisch uitvoerbaar. De bereidheid tot meewerken door Nederlandse partijen aan een Nederlands onderzoek wordt meer waarschijnlijk geacht dan de bereidheid tot deelname van buitenlandse partijen.

De asset allocatie van institutionele beleggers beziet op een breder spectrum dan enkel het vastgoedvakgebied. In het kader van de opleiding en het werkveld van auteur wordt in dit onderzoek, waar mogelijk, het accent op vastgoed gelegd, maar het onderzoek beperkt zich uitdrukkelijk niet tot de vastgoedbeleggingspraktijk.

Het onderzoek richt zich uitdrukkelijk op impact investing en niet op andere vormen van verantwoord beleggen, dan wel ESG-integratie. Het onderzoek richt zich eveneens niet op wet- en regelgeving omtrent duurzaamheid. Desalniettemin komen in het empirische deel van het onderzoek twee termen gerelateerd aan duurzaamheidwet- en regelgeving voor, die enige toelichting behoeven: EU-Taxonomie en Sustainable Finance Disclosure Regulation (verder ook: ‘SFDR’). Hiertoe is in hoofdstuk 2 een kader met een korte toelichting opgenomen, dit kader geeft geenszins een volledig of uitputtend beeld van bestaande en toekomstige duurzaamheidwet- en regelgeving noch van de EU-Taxonomie of SFDR.

Bij impact investing gaat het om het nastreven van een sociaal en ecologisch rendement, naast een financieel rendement. In de literatuur worden de termen sociaal en ecologisch rendement ook wel als niet-financieel rendement geclassificeerd. Waar sociaal en ecologisch rendement genoemd worden kan niet-financieel rendement gelezen worden en andersom. Eenvoudigheidshalve wordt in het vervolg sociaal en ecologisch rendement veelal afgekort tot sociaal rendement, echter waar sociaal rendement staat dient sociaal en ecologisch rendement gelezen te worden.

Dit research paper is geschreven vanuit a.s.r. real estate. *‘a.s.r. real estate is een vastgoedvermogensbeheerder die namens institutionele beleggers investeert in vastgoed en vastgoedportefeuilles beheert’* (a.s.r. real estate, 2023). *‘a.s.r. real estate is onderdeel van a.s.r., één van de grootste verzekeraars van Nederland’* (a.s.r. real estate, 2023).

a.s.r. belegt als verzekeraar voor eigen balans en is één van de geïnterviewde partijen in dit onderzoek. Het onderzoek zelf is vanuit a.s.r. real estate geïnitieerd en uitgevoerd. De aanbevelingen aan de eigen organisatie richten zich daarmee specifiek op a.s.r. real estate en dus op vastgoedvermogensbeheer. Respons van institutionele beleggers is geanonimiseerd weergegeven en aanbevelingen aan institutionele beleggers gebeuren op een geaggregeerd niveau, a.s.r. (de verzekeraar) wordt hierin niet anders behandeld dan andere geïnterviewde partijen.

Het onderzoek betreft enkel een kwalitatieve verkenning van de positie van impact investing in de asset allocatie en bevat geen kwantitatief voorstel voor een nieuwe, geïntegreerde asset allocatiemethodologie.

1.8 Leeswijzer

De hoofdstukopbouw volgt in hoge mate de onderzoekstructuur. Het theoretisch kader wordt behandeld in twee separate hoofdstukken. Om te beginnen behandelt hoofdstuk 2 de theoretische inkadering van impact investing. In dit hoofdstuk wordt gezocht naar de theoretische definitie van impact investing, de positie van impact investing in het investeringspeelveld en of impact investing een separate asset class is.

In het tweede theoretische hoofdstuk, hoofdstuk 3, wordt het thema asset allocatie behandeld. Dit hoofdstuk geeft een uiteenzetting van (klassieke) theoretische asset allocatiemodellen en positioneert impact investing ten opzichte van deze asset allocatiemodellen.

Hoofdstuk 4 geeft een methodologische verantwoording van het onderzoek naar impact investing in de asset allocatie van pensioenfondsen en verzekeraars.

Na hoofdstuk 4 volgt een tweetal hoofdstukken inzake het empirisch onderzoek. Hoofdstuk 5 behandelt en analyseert de inzichten verworven middels interviews met institutionele beleggers. Hoofdstuk 5 sluit af met een aantal voorlopige conclusies die de input vormen voor de discussie met het expertpanel. De resultaten en conclusies uit het expertpanel staan centraal in hoofdstuk 6.

Hoofdstuk 7 vormt het sluitstuk van dit research paper en betreft de conclusies en aanbevelingen. In dit hoofdstuk worden zowel de conclusies per doelstelling gepresenteerd als aanbevelingen aan de markt (pensioenfondsen en verzekeraars) en de eigen organisatie (a.s.r. real estate) geformuleerd. Tevens bevat dit hoofdstuk aanbevelingen voor eventueel vervolgonderzoek en een reflectie op het uitgevoerde onderzoek.

2. Impact Investing

2.1 Inleiding

Dit hoofdstuk start met het theoretisch vaststellen van de definitie van impact investing. Hiertoe wordt in het eerste deel uiteengezet waar impact investing vandaan komt. Vervolgens worden op basis van een literatuuranalyse de belangrijkste kenmerken van impact investing geïnventariseerd en de positie van impact investing in het investeringspeelveld bepaald. Tot slot wordt verkend of impact investing gezien moet worden als een separate asset class of juist als een strategie die in bestaande asset classes geïntegreerd wordt.

In het tweede deel van deze theoretische verkenning van impact investing, wordt impact investing in het institutionele speelveld geplaatst. Onderzocht wordt of en in hoeverre institutionele beleggers actief zijn in impact investing. Tevens wordt gezocht naar de eerste aanknopingspunten ten aanzien van de invulling van impact investing door Nederlandse institutionele beleggers.

Hiermee zoekt dit hoofdstuk antwoord op de volgende onderzoeksvragen:

1. *Wat is impact investing?*
2. *Is impact investing een separate asset class?*

2.2 Theoretische inkadering

2.2.1 Beginnen bij het begin

De introductie van de term impact investing vond plaats in 2007 tijdens een conferentie georganiseerd door de Rockefeller Foundation (Agrawal, 2019; Caseau & Grolleau, 2020; Duiker, et al. 2016; Duiker & van Til, 2022; Hehenberger, et al. 2019; Höchstädter & Scheck, 2014; Thirion, et al. 2022). Deze bijeenkomst had tot doel om kennisdeling te faciliteren en investeringen te kanaliseren naar initiatieven en organisaties met sociale impact (Hehenberger, et al. 2019; Höchstädter & Scheck, 2014).

De term impact investing mocht dan pas in 2007 voor het eerst geïntroduceerd zijn, het concept investeren met een sociale inslag gaat veel verder terug (Höchstädter & Scheck, 2014; Markowitz, et al. 2011). Zo signaleert Yasar (2021) in de jaren '70 een duidelijke opkomst van investeren met een sociaal oogmerk.

Echte tractie kreeg impact investing na de financiële crisis van 2008. De financiële crisis tastte het vertrouwen in de traditionele, door winst gedreven, financiële praktijk aan (Agrawal, 2019; Thirion, et al. 2022). Deze groeiende aandacht voor impact investing manifesteerde zich in een groeiend aantal publicaties en een groei van het geïnvesteerde vermogen (Agrawal, 2019; Geczy, et al. 2021).

In 2009 werd een volgende stap gezet in de professionalisering van de impact investing praktijk met de oprichting van het Global Impact Investing Network (verder ook: 'GIIN').

Met de oprichting van GIIN werd beoogd de schaal, effectiviteit en kennis binnen impact investing te vergroten en de markt verder te ontwikkelen (Duiker, et al. 2016; Duiker & van Til, 2022). Het GIIN heeft zich inmiddels ontwikkeld tot het leidende platform voor kennis en onderzoek op het gebied van impact investing (Yasar, 2021).

In de beginfase, de periode na de Rockefeller conferentie, was impact investing met name gericht op family offices, stichtingen en rijke individuen (Duiker, et al. 2016). Investerings in die periode zagen toe op sociale projecten en ontwikkeling- en microfinanciering (Duiker & van Til, 2022; van Gool, 2019). Sinds circa 2014 zijn ook institutionele beleggers actief in het impact investing domein (Yasar, 2021). De activiteit van institutionele beleggers nam verder toe als gevolg van de introductie van de Social Development Goals (verder ook: 'SDG's') in 2015.

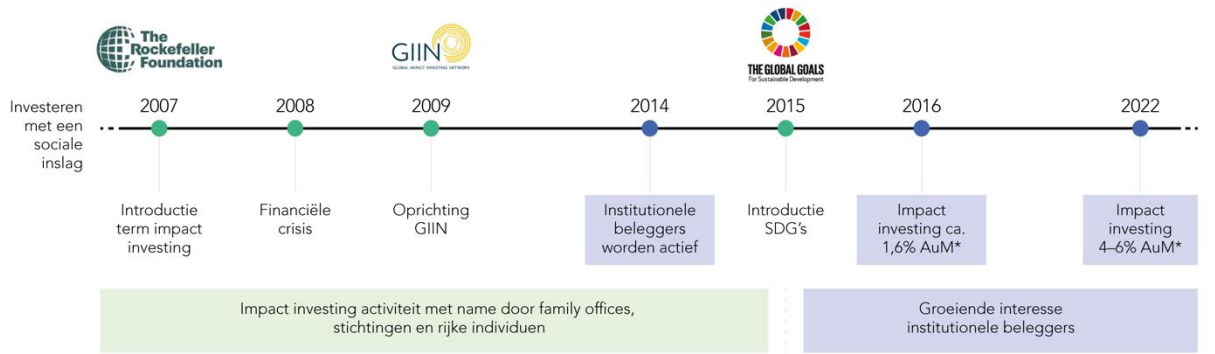
Doel van de SDG's is om het hoofd te bieden aan de sociale en ecologische uitdagingen waar de wereld voor staat, waarbij het streven is om in 2030 een duurzamere wereld voor eenieder te hebben gerealiseerd (Rijksoverheid, 2023; SDG Nederland, 2023; UNDP, 2023).

Met de introductie van de SDG's groeide ook het besef dat er grote investeringen nodig zijn om deze SDG's te realiseren (Maarleveld & van der Peet, 2019). De sociale en ecologische uitdagingen bleken immers te omvangrijk om enkel vanuit overheidsgelden en filantropie te financieren (Brandstetter & Lehner, 2015; Brest & Born, 2013). Institutionele beleggers beschikken over grote hoeveelheden kapitaal, bovendien maakt hun maatschappelijke achtergrond en lange termijn horizon hen een uitermate geschikte partner voor het behalen van de SDG's (OECD, 2021; Wessemsius-Chibrac & Vasquez, 2022). Vanuit die optiek werd er in het publieke debat meer en meer een appèl gedaan op institutionele beleggers om hun steentje bij te dragen (De Nederlandsche Bank, 2023a; Wessemsius-Chibrac & Vasquez, 2022; Yasar, 2021). Daarnaast zijn institutionele beleggers zich aan SDG's gaan committeren door een roep om verantwoord beleggingsbeleid vanuit de achterban (Pensioenfederatie, 2023b) en door opkomende wet- en regelgeving en rapportagevereisten ten aanzien van duurzaamheid (Janssen, 2023). SDG's zijn daarbij een duidelijk communicatiemiddel en kapstok om het beleid en doelstellingen aan op te hangen. Een tweetal voorbeelden van die opkomende wet- en regelgeving wordt aan het einde van deze paragraaf middels een kader geduid.

Impact investing heeft de potentie om bij te dragen aan het realiseren van SDG's (Hand, et al. 2022; INREV 2020; Islam, 2022; Maarleveld & van der Peet, 2019) en kan een katalysator zijn om het benodigde kapitaal vanuit institutionele beleggers naar SDG's te alloceren (Wessemsius-Chibrac & Vasquez, 2022; Yasar, 2021). Dit tezamen verklaart (gedeeltelijk) de toename van de interesse van institutionele beleggers in impact investing.

Een visuele weergave van de hierboven beschreven tijdslijn, ten aanzien van de ontwikkeling van impact investing, is opgenomen in figuur 2.

Figuur 2: Tijdslijn impact investing



* Betreft aandeel in Asset under Management van Nederlandse institutionele beleggers

Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op Agrawal (2019); Caseau & Grolleau (2020); Duiker, et al. (2016); Duiker & van Til (2022); Geczy, et al. (2021); Hehenberger, et al. (2019); Höchstädter & Scheck (2014); Markowitz, et al. (2011); Thirion, et al. (2022); UNDP (2023)

Uiteraard zijn het genoemde afgenomen vertrouwen in de traditionele financiële wereld en de opkomst van SDG's niet alleen de drijvende krachten achter de groeiende interesse in impact investing. Steeds meer private en institutionele beleggers zijn intrinsiek gemotiveerd om een sociale dan wel ecologische bijdrage te leveren. Brest & Born (2013) en Caseau & Grolleau (2020) signaleren dat er steeds meer sociaal betrokken investeerders zijn. 'Do good while doing well', is intuïtief aantrekkelijk, omdat naast het financiële gewin ook sociaal gewin te behalen is, aldus Brest & Born (2013). Dit alles leidt ertoe dat er steeds meer vraag is naar sociaal rendement op investeringen (Hehenberger, et al. 2019) en dat beleggers meer oog hebben gekregen voor het meenemen van sociale en ecologische aspecten in investeringsbeslissingen (McVitty, 2020).

Desalniettemin blijft er een gebrek aan eenduidige definities ten aanzien van impact investing (Agrawal, 2019). Reden te meer om voor dit research paper duidelijk af te bakenen wat onder impact investing verstaan wordt. Alvorens wordt overgegaan tot de definitieafbakening is, zoals eerder aangegeven, een kort kader ten aanzien van wet- en regelgeving opgenomen.

Kader: EU-Taxonomie en Sustainable Finance Disclosure Regulation

Om het fundament voor duurzame investeringen te verbeteren en de kapitaalstroom naar duurzame investeringen te vergroten, is op Europeesniveau wet- en regelgeving ontwikkeld (Europese Commissie, 2019). Twee voorbeelden hiervan zijn de EU-Taxonomie en SFDR.

De EU-Taxonomie is op 12 juli 2020 inwerking getreden en classificeert de duurzaamheid van economische activiteiten op basis van vier criteria (Europese Commissie, 2023b):

- 1) De activiteit draagt tenminste bij aan één van de zes ecologische doelen;
- 2) De activiteit doet geen afbreuk (do no significant harm) aan de andere ecologische doelen;
- 3) Compliance aan minimale sociale garanties;
- 4) Compliance aan technische screening criteria als opgenomen in de taxonomie (EUR-LEX, 2023; Europese Commissie, 2023a ; EU Taxonomy Info, 2023).

De SFDR is op 10 maart 2021 ingevoerd en stelt eisen aan de informatieverstrekking en transparantie ten aanzien van duurzaamheid (Autoriteit Financiële Markten, 2021a).

Hierbij wordt een onderscheid gemaakt tussen:

- SFDR-artikel 9: *'financiële producten die duurzame beleggingen ten doel hebben'*;
- SFDR-artikel 8: *'financiële producten die ecologische of sociale kenmerken promoten'*;
- SFDR-artikel 6: *'fondsen die geen duurzame kenmerken hebben'* (Autoriteit Financiële Markten, 2021a)

SFDR ziet op transparantie- en rapportageverplichtingen (ofwel disclosure vereisten). Voor SFDR-artikel 9 (verder ook: 'SFDR 9') gelden de meest uitgebreide transparantie- en rapportageverplichtingen. De Autoriteit Financiële Markten signaleert dat SFDR-labels soms onjuist gebruikt worden en ingezet worden ter indicatie van de duurzaamheid van een product (Autoriteit Financiële Markten, 2023). Zo worden in de praktijk geregeld kleuren toegekend aan SFDR-labels: SFDR 9 wordt gezien als donkergroen (en als indicatie voor impact investing), SFDR 8 als lichtgroen en SFDR 6 als grijs³.

2.2.2 Definitie

In de literatuur wordt een veelvoud aan impact investing definities gebruikt. Ook Höchstädter & Scheck (2014) signaleren dat er veel activiteit is omtrent impact investing, maar dat de conceptuele duidelijkheid lastig blijkt. Om een beter beeld te krijgen bij de verschillende impact investing definities in de, voor dit research paper gebruikte, literatuur is een definitieanalyse opgesteld. Voorwaarde om een publicatie mee te nemen in de analyse is dat er een duidelijke definitie, inclusief kenmerken, van impact investing gegeven wordt⁴.

Deze definitieanalyse is weergegeven in tabel 1. In de eerste kolom worden de geanalyseerde publicaties benoemd en op de eerste rij zijn de verschillende kenmerken opgenomen. Er zijn zowel wetenschappelijke publicaties als publicaties van brancheorganisaties meegenomen in deze analyse, omdat er niet voldoende academische bronnen voor handen waren. Meer commerciële publicaties zijn in de tabel (tabel 1) aangegeven met een asterisk, om zo het verschil in academische waarde tussen bronnen te duiden.

Op basis van deze negentien publicaties (zie tabel 1) blijkt dat elke auteur (negentien van de negentien) onderschrijft dat het belangrijkste kenmerk van impact investing het nastreven van een duale doelstelling, ofwel het nastreven van financieel en sociaal rendement, is. Zo benoemen Maarleveld & van der Peet (2019) dat er een duidelijke combinatie van financiële rendementen en een positieve impact op de maatschappij en omgeving dient te zijn; spreekt Phenix Capital (2022) van het investeren met een duaal mandaat van financieel rendement en sociale en ecologische impact en benadrukt Agrawal (2019) dat de legitimiteit van impact investing ligt in het consistent leveren van sociale en financiële rendementen.

³ Deze kleurschakeringen zijn niet gebaseerd op wet- of regelgeving en enkel populair taalgebruik. Deze worden desalniettemin gebruikt, omdat respondenten in het empirisch onderzoek deze terminologie toepassen.

⁴ Dit overzicht beoogt geenszins een limitatieve opsomming te geven.

Tabel 1: Analyse impact investing definities

	Sociaal & financieel rendement	Intentionaliteit	Meetbaarheid	Additionaliteit	Theory of change	Causaal verband	Bewijs	Traceerbaar	Schaalbaar	Transparantie	Potentie	Materialiteit	Lange termijn horizon	Streven naar alignment
Agrawal (2019)														
Brest & Born (2013)														
Caseau & Grolleau (2020)														
Duiker et al. (2016)*														
Duiker & van Til (2022)*														
Geczy et al. (2021)														
Global Impact Investing Network (2023a)*														
van Gool & Mijsberg (2019)														
Harvey et al. (2022)														
Hehenberger et al. (2019)														
Höchstädter & Scheck (2014)														
INREV (2020)*														
Islam (2022)														
Jackson (2013)														
de Jong & Rocco (2022)														
Maarleveld & van der Peet (2019)*														
Phenix Capital (2022)*														
Schmidt (2023)														
Yasar (2021)														
Totaal	19	15	11	6	3	1	1	1	1	1	1	1	1	1

Bron: Eigen bewerking (2023)

Een tweede kenmerk waar redelijke overeenstemming (vijftien van de negentien geanalyseerde publicaties) over bestaat is de voorwaarde dat de beoogde impact intentioneel moet zijn, ofwel geen bijeffect maar een expliciet van tevoren beoogde goede intentie (van Gool & Mijsberg, 2019; Yasar, 2021). Brest & Born (2013) spreken in deze context van actief investeren en volgens INREV (2020) is intentionaliteit de sleutel tot het ontwikkelen van een impactstrategie. Maarleveld & van der Peet (2019) bepleiten dat intentionaliteit impact investeren van duurzaam investeren onderscheidt.

Als derde meest genoemd (elf van de negentien waarnemingen) is het kenmerk meetbaar. Bij meetbaarheid gaat het om het meten en rapporteren van de sociale impact en prestaties (Caseau & Grolleau, 2020; Duiker et al., 2016; Global Impact Investing Network, 2023a). Door het meten en rapporteren over sociale prestaties wordt transparantie ten aanzien van impact investing vergroot.

Waar het meten van financiële risico en rendementen gemeengoed is en in algemeen geaccepteerde standaarden is gegoten, heeft het meten van sociale risico's en rendementen nog een lange weg te gaan (Caseau & Grolleau, 2020; Duiker & van Til, 2022; van Gool & Mijsberg, 2019). Er is nog veel onduidelijkheid over hoe en in welke eenheid sociale risico's en rendementen meegenomen zouden moeten worden, hier wordt meer aandacht aan besteed onder '3.3.2 sociale risico's en rendementen'.

Ondanks het ontbreken van overeenstemming over het eenduidig meten van sociale impact, worden steeds meer standaarden en meetmethoden ontwikkeld (van Gool, 2019), zoals de voorgestelde richtlijnen vanuit de Europese Commissie, IRIS en 'impact measurement and management' richtlijnen van het GIIN en de 'SDG Impact Measurement Overviews' van het Sustainable Finance Platform (Europese Commissie, 2014; Global Impact Investing Network, 2023a; Sustainable Finance Platform, 2021).

Andere kenmerken worden aanzienlijk minder vaak genoemd. Zo zijn over het thema additionaliteit de meningen verdeeld, dit kenmerk wordt nog maar door zes van de negentien auteurs benoemd (waarbij slechts drie van deze zes bronnen wetenschappelijk zijn). Additionaliteit zit in het feit dat het om een extra waarde toevoeging moet gaan, de positieve impact zou niet hebben plaatsgevonden zonder de investering (INREV, 2020). Dit kan gaan om zowel het vergroten van de kwantiteit als kwaliteit van de sociale uitkomst (Brest & Born, 2013; INREV, 2020). De Jong & Rocco (2022) bepleiten additionaliteit toe te voegen aan de definitie, dit zou volgens hen een logische volgende stap zijn in de ontwikkeling van de definitie en impact investeringspraktijk. Het GIIN heeft dit element recent juist uit haar impact investering richtlijn gehaald. Er is geen aanwijzing gevonden dat additionaliteit een kenmerk is dat pas in de recente geschiedenis onderkend wordt, additionaliteit wordt immers in de oudste publicatie genoemd, maar ontbreekt in de meest recente publicaties.

Andere kenmerken die maximaal drie keer, maar vaak maar één keer terugkwamen zijn: Theory of Change; causaliteit; bewijs; traceerbaarheid; schaalbaar; transparant, potentie, materialiteit, lange termijn horizon en streven naar alignment. Er zijn geen aanwijzingen gevonden dat hier sprake is van nieuwe thema's of voortschrijdende inzichten. De meeste van deze kenmerken zien meer op een nadere uitwerking van hoe impact investering moet plaatsvinden dan op daadwerkelijke kenmerken van een definitie. In de opinie van de auteur van dit onderzoek zijn dit geen kenmerken die onderscheidend genoeg zijn om nader uit te werken of toe te voegen aan de definitie.

De meest gangbare definitie van impact investering lijkt daarmee van het Global Impact Investing Network (2023a) te komen:

'Impact Investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return'.

Vrij vertaald zijn impact investeringen, investeringen die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement (Global Impact Investing Network, 2023a).

Deze definitie onderschrijft de drie vereisten/kenmerken die ook in bovenstaande analyse het meest werden gesignaleerd en wordt daarom als leidende theoretische definitie gebruikt in dit research paper. Met interviews wordt onderzocht of de (theoretisch) minder onderschreven kenmerken, in de praktijk vaker onderschreven worden en alsnog toegevoegd moeten worden aan de definitie.

Impact investing gaat volgens bovenstaande definitie verder dan het managen van risico's en het genereren van financieel rendement, er is een duidelijke intentie een oplossing te bieden voor sociale en ecologische uitdagingen (INREV, 2020). Bovendien gaat impact investing, met haar doel om meetbaar betere sociale en ecologische uitkomsten te realiseren, verder dan veel andere vormen van ESG (Franklin Templeton, 2023). Ter duiding van haar positie ten opzichte van andere wijzen van investeren, wordt impact investing in de volgende paragraaf gepositioneerd in het investeringspeelveld.

2.2.3 Positie in het investeringspeelveld

Traditioneel investeren

Traditioneel investeren is de wijze van investeren waarbij financieel rendement/winstgevendheid het doel is (Caseau & Grolleau, 2020; van Gool, 2019; Höchstädter & Scheck, 2014). INREV (2020) voegt daaraan toe: bij traditioneel investeren ligt de focus op het maximaliseren van het voor risico gecorrigeerde rendement. Overigens kunnen deze traditionele investeringen wel een impact hebben, ook al was die niet beoogd (van Gool, 2019). Echter maakt deze toevalligheid niet dat een traditionele investering als impact investing kwalificeert.

(Sociaal) verantwoord investeren

De formele (Engelse) term is Social Responsible Investment (verder ook: 'SRI'). SRI's zijn investeringen waarbij het hoogste, voor risico gecorrigeerde, rendement wordt behaald, terwijl ook sociale, ethische en ecologische doelen worden meegenomen (Doskeland & Pedersen, 2016; Yasar, 2021). Hier is dus ook de dualiteit tussen financieel en sociaal rendement aanwezig. In de literatuur zijn twee stromingen te onderkennen:

- 1) Impact investing als onderdeel van SRI.
Onder andere Brandstetter & Lehner (2015); Duiker & van Til (2022) en Phenix Capital (2023a) zien impact investing als onderdeel van SRI. Waarbij allen onderkennen dat impact investing de meest ambitieuze SRI-strategie is.
- 2) Impact investing als vervolgstap op SRI.
Impact investing heeft wortels in SRI en bouwt voort op de SRI benadering (de Jong & Rocco, 2022; Yasar, 2021). Volgens Höchstädter & Scheck (2014) en de Jong & Rocco (2022) zit het verschil tussen SRI en impact investing in de pro activiteit⁵ van impact investing. Dit research paper hangt deze benadering aan en ziet impact investing als een vervolgstap op SRI.

Twee belangrijke stappen binnen sociaal verantwoord investeren die niet onbenoemd kunnen blijven, zijn screening en negatieve uitsluiting en ESG-integratie.

⁵ SRI beziet in deze visie met name op het meenemen/integreren van maatregelen en acties (reactief) en impact investing op het daadwerkelijk actief 'bijdrage aan' het oplossen van sociale en ecologische uitdagingen.

Waarbij screening een mechanisme is waarmee investeerders bepaalde bedrijven en sectoren uitsluiten op basis van sociale parameters (de Jong & Rocco, 2022) en ESG-integratie gebruikt wordt om schade en risico's als gevolg van ESG-factoren te reduceren (Phenix Capital, 2022). Deze beide stappen zijn inmiddels standaardelementen in beleggingsbeslissingen (INREV, 2020). Impact investing gaat verder dan ESG-integratie of het vermijden van negatieve impact (McVitty, 2020) en kan gezien worden als de ultieme stap in maatschappelijk verantwoord beleggen (van Gool, 2019).

Filantropie

Filantropie is vaak aan een persoonlijke interesse of missie gerelateerd en komt uit het hart (Hehenberger, et al. 2019). De focus ligt alleen op de te maken maatschappelijk impact, waarbij men bereid is financiële verliezen te lijden (INREV, 2020).

Figuur 3 positioneert SRI en impact investing in het investeringspeelveld. Waarbij te zien is dat beiden tussen de twee uitersten van het spectrum (traditioneel investeren en filantropie) zijn gepositioneerd.

Figuur 3: Impact investing in het investeringspeelveld



Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op INREV (2020); Phenix Capital (2023a)

Resumerend:

Het nastreven/optimaliseren van een sociaal en ecologisch rendement, naast financieel rendement, onderscheidt impact investing van 'traditionele' investeringen (Agrawal, 2019; Höchstädter & Scheck, 2014; Yasar, 2021). Terwijl impact investing zich ten opzichte van filantropie juist onderscheidt door de aanwezigheid van een financiële rendementsdoelstelling (Höchstädter & Scheck, 2014; Yasar, 2021).

Ook in de aangenomen definitie (zie onder 2.2.2) bleek het nastreven van een duale doelstelling, ofwel het nastreven van financieel en sociaal rendement, onderscheidend voor impact investing. Reden om hier in de volgende paragraaf nader op in te zoomen.

2.2.4 Financieel versus sociaal rendement

Elke impact investeerder dient een minimale financiële rendementseis vast te stellen. Daarbij zijn drie opties denkbaar (Höchstädter & Scheck, 2014):

- Een rendementseis lager dan het marktrendement;
- Een rendementseis gelijk aan het marktrendement⁶;
- Een rendementseis hoger dan het marktrendement.

⁶ In de Engelse literatuur ook wel market-rate investments.

Het lijkt overigens een misconceptie te zijn dat impact investeringen altijd lagere financiële rendementen laten zien (Henderson, et al. 2022; Pandit & Tamhane, 2018). Caseau & Grolleau (2020) benadrukken dat impact investeringen frequent in staat zijn gebleken, voor risico gecorrigeerde, marktrendementen te realiseren. Er zijn ook publicaties te vinden die bepleiten dat financieel en sociaal rendement niet tegelijkertijd geoptimaliseerd kunnen worden (Brest & Born, 2013; Eichholtz, 2023).

Zoals reeds beschreven streeft impact investing zowel een financiële als sociale rendementsdoelstelling na, de balans tussen die twee dimensies verschilt per type impact investeerder (Thirion, et al. 2022).

Finance first

Circa tweederde van de impact investeerders valt te typeren als ‘finance first’ (Schmidt, 2023). De prioriteit ligt bij dit type investeerders op het financieel rendement (Thirion, et al. 2022). Vaak wordt minimaal een voor risico gecorrigeerd marktrendement⁷ nagestreefd (Brest & Born, 2013; Thirion, et al. 2022). In sommige gevallen is de eis iets lichter geformuleerd, maar financiële duurzaamheid, ofwel returning capital, is de minimale vereiste (Caseau & Grolleau, 2020; Hehenberger, et al. 2019). Deze partijen zijn in principe niet bereid financieel rendement op te geven om sociale doelstellingen te behalen (Brest & Born, 2013). Dit gegeven komt veelal voort uit de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers (Franklin Templeton, 2023; Thirion, et al. 2022; Yasar, 2021). Investerings van finance first investeerders zijn te kenmerken als ‘missie gerelateerde investeringen’ (Brest & Born, 2013). Missie gerelateerde investeringen zijn investeringen die gerelateerd zijn aan de missie van de investeerder en investeringen die minimaal marktrendement nastreven.

Impact first

Impact first investeerders hebben tot doel het maximaliseren van sociale rendementen en stellen daarmee minder zware eisen aan financieel rendement. Dat wil niet zeggen dat zij geen marktrendementen kunnen genereren (Yasar, 2021). Vaak zijn deze partijen echter wel bereid tot financiële concessies en dus bereid een rendement beneden het marktrendement te accepteren (Brest & Born, 2013). Dit type investeerder maakt per definitie sociale impact (Brest & Born, 2013) en investeringen kunnen getypeerd worden als ‘programma gerelateerde investeringen’, waarbij het doel de realisatie van een maatschappelijk gewenst programma is (van Gool, 2019).

Het is overigens geen vereiste voor impact investeerders om een van de twee (financieel of sociaal) boven de ander te verkiezen (Höchstädter & Scheck, 2014).

2.2.5 Is impact investing een separate asset class?

Er bestaat in de literatuur (en praktijk) discussie of impact investing een separate asset class is of een strategie die binnen bestaande asset classes mogelijk is (Duiker, et al. 2016; van Gool, 2019; Guter-Sandu, 2022; Höchstädter & Scheck, 2014; Sunderji & Ringel 2022).

⁷ Hierbij wordt het rendement afgezet tegen het rendement van een core belegging in dezelfde asset class (Franklin Templeton, 2023).

Zo zien Höchstädter & Scheck (2014) aan de ene kant dat impact gemaakt kan worden binnen bestaande asset classes, maar onderkennen zij eveneens dat er kenmerken zijn die duiden op een separate asset class (door andere vereiste risicomanagementvaardigheden en andere organisatiestructuren). Daarnaast zijn er auteurs, zoals Brandstetter & Lehner (2015), die impact investing zien als een niche binnen bestaande asset classes. Omdat in de praktijk n en dezelfde niche niet in meerdere, zo niet alle, asset classes voorkomt wordt de zienswijze ‘impact investing als niche binnen bestaande asset classes’ niet nader beschouwt.

Asset classes worden veelal getypeerd naar hun risicoprofiel en rendementsverwachting. In deze paragraaf wordt gezocht of er onderscheidende risico- en rendementskarakteristieken voor impact investing te vinden zijn.

Risico

Naar verwachting zorgt het meewegen van sociale en ecologische aspecten voor risicoreductie (Caseau & Grolleau, 2020). Brandstetter & Lehner (2015) verwachten dat impact investeringen een lagere volatiliteit hebben. Bovendien lijken impact investeringen door een lage correlatie met traditionele investeringen diversificatievoordelen (Brandstetter & Lehner, 2015; Duiker, et al. 2016; de Jong & Rocco, 2022), en daarmee risicoreductie op portefeuilleniveau op te leveren. Echter dient er naast de traditionele risico’s ook rekening gehouden te worden met specifieke risico’s, zoals reputatie en het niet behalen van de beoogde impactdoelstelling (Brandstetter & Lehner, 2015; Harvey, et al. 2022; Maarleveld & van der Peet, 2019). Het betreft hier met name verwachtingen, omdat meetbaarheid een uitdaging vormt en een bewezen trackrecord ontbreekt.

Rendement

Rendement op impact investeringen blijkt sterk afhankelijk van de gekozen asset class (Maarleveld & van der Peet, 2019). Bovendien zijn er duidelijke variaties op fondsniveau waarneembaar, waarmee fondsselectie essentieel is (Maarleveld & van der Peet, 2019; Matthews, et al. 2017). Bijkomende uitdagingen voor het identificeren van een overkoepelende rendementsprofiel zijn gelegen in de grote verscheidenheid aan impact investeringen, het ontbreken van bewezen trackrecords en de eerder genoemde (zie 2.2.2) uitdaging ten aanzien van meetbaarheid (Brandstetter & Lehner, 2015; Duiker & van Til; 2022).

Bij het verkennen van risicokarakteristieken blijken wel specifiek risico’s voor impact investing te bestaan. Rendementskarakteristieken lijken met name afhankelijk van de gekozen asset class. Impact investing lijkt vooral een zeer heterogeen product (Islam, 2022; Thirion, et al. 2022), waarvoor (op basis van de literatuur) lastig overkoepelende en onderscheidende risico en rendementskarakteristieken vast te stellen zijn. Kwalificatie als separate asset class lijkt daarmee niet waarschijnlijk.

2.3 Impact investing in het institutionele speelveld

2.3.1 Pensioenfondsen & verzekeraars

Veel Nederlandse pensioenfondsen hebben het convenant ‘Internationaal maatschappelijk verantwoord beleggen pensioenfondsen’ ondertekend (Sociaal Economische Raad, 2018).

Ondertekenaars van dit convenant trachten negatieve impact in de beleggingsportefeuille te verminderen en positieve impact te vergroten (Sociaal Economische Raad, 2018).

Ook De Nederlandsche Bank (2018) onderschrijft dat veel pensioenfondsen ESG-factoren meewegen in hun duurzaam beleggingsbeleid, om risicobeheer te verbeteren en duurzame lange termijn rendementen te behalen. Volgens de Nederlandsche Bank (2018) lopen de grotere pensioenfondsen, binnen Nederland, duidelijk voorop. Inmiddels gaan veel pensioenfondsen verder dan alleen het committeren aan maatschappelijk verantwoord beleggen en zijn zij ook actief op het gebied van impact investing.

Bij verzekeraars is een vergelijkbare trend waar te nemen: ESG-factoren worden eveneens steeds vaker meegewogen in investeringsbeslissingen en alternatieven als impact investing zijn in opkomst (Nijhof & de Bruin, 2021). Het mes snijdt hier bovendien aan twee kanten: door het investeren in maatschappelijk impact worden de risico's en daarmee de schadelast kleiner (Nijhof & de Bruin, 2021).

2.3.2 Allocatie naar impact investing door Nederlandse institutionele beleggers

In 2016 was de omvang van de Nederlandse impact investeringsmarkt reeds ongeveer 24 miljard euro (Duiker, et al. 2016). Waarbij Nederlandse institutionele beleggers circa 1,7% van hun Assets under Management alloceerden naar impact investing⁸ (Duiker, et al. 2016). Bij pensioenfondsen was die allocatie 1,8% en bij verzekeraars 1,6% (Duiker, et al. 2016). Overigens wordt het speelveld gedomineerd door een paar grote spelers (Hand, et al. 2022), waarbij de drie grootste pensioenfondsen en verzekeraars maar liefst goed zijn voor 87% van de impact investeringen (Duiker, et al. 2016).

In 2022 publiceerde Duiker opnieuw onderzoek, waaruit bleek dat Nederlandse institutionele beleggers inmiddels 4-6% van het Asset under Management alloceerden⁹ naar impact investing en dat maar liefst 57% van de ondervraagde pensioenfondsen actief is in impact investing (Duiker & van Til, 2022; Wessemius-Chibrac & Vasquez, 2022). Wereldwijd is de allocatie, met 1-2%, nog altijd een stuk lager (Duiker & van Til, 2022). Naar verwachting blijft de allocatie naar impact investing de komende jaren groeien (INREV, 2020). Ook Hand, et al. (2022) ziet een momentum voor impact investeringen, nieuwe toetreders en grotere allocaties.

2.3.3 Impact investing en fiduciaire verantwoordelijkheid

Met de groeiende interesse van institutionele beleggers in impact investing heeft ook het begrip fiduciaire verantwoordelijkheid zijn intrede gedaan in het impact investing speelveld. Vanuit de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers worden risico en rendementsverwachtingen afgewogen in investeringsbeslissingen, ESG-factoren worden steeds vaker erkend als materieel ten aanzien van waardecreatie, dan wel risicoperceptie (Henderson, et al. 2022). Problemen als klimaatverandering doorkruisen daarmee de fiduciaire verantwoordelijkheid (Sunderji & Ringel, 2022).

⁸ Betreft gerealiseerde allocaties.

⁹ Betreft eveneens de geïnvesteerde allocatie.

Er zijn echter ook stromingen die beweren dat het nastreven van sociale doelen juist in strijd zou zijn met de fiduciaire verantwoordelijkheid (Thirion, et al, 2022).

De Sociaal Economische Raad (2018) neemt het standpunt in dat maatschappelijk verantwoord beleggen, en daarmee impact investing, geen afbreuk mag doen aan het vervullen van de fiduciaire verplichtingen van pensioenfondsen¹⁰. De Nederlandsche Bank sluit zich daarbij aan: ‘op grond van de prudent person regel moeten pensioenfondsen beleggen in het belang van de aanspraak- en pensioengerechtigden’ (De Nederlandsche Bank, 2015; De Nederlandsche Bank, 2018). Overigens zijn pensioenfondsen op grond van hetzelfde wetsartikel, artikel 135 Pensioenwet, verplicht in verslaglegging te vermelden hoe in het beleggingsbeleid rekening wordt gehouden met ecologische en sociale thema’s (De Nederlandsche Bank, 2015).

Gezien deze standpunten vanuit het Nederlandse toezichtkader zijn Nederlandse institutionele beleggers genoodzaakt een finance first benadering aan te nemen.

2.3.4 Invulling impact investing door Nederlandse institutionele beleggers

Op basis van de literatuur zijn een aantal eerste aanwijzingen te vinden ten aanzien van de wijze waarop de allocatie naar impact investing door Nederlandse institutionele beleggers wordt ingevuld.

Asset classes

Impact investing wordt met name geassocieerd met private markets (Global Impact Investing Network, 2023b). Veel genoemde asset classes waarin impact investeringen plaatsvinden zijn private equity (Duiker, et al. 2016; Islam, 2022; Maarleveld & van der Peet, 2019), private debt (Islam, 2022; Maarleveld & van der Peet, 2019) en real assets (Duiker, et al. 2016; Maarleveld & van der Peet, 2019; Matthews, et al. 2017). Met name de aandacht voor real assets, en meer specifiek vastgoed, is vanuit de opleidingsoptiek en praktijkachtergrond van auteur interessant en wordt middels een kader aan het einde van deze paragraaf nader beschouwd.

Geografie

Impact investing beperkt zich niet tot één type regio en is in alle regio’s mogelijk. De meeste impact investeringen vinden plaats in ontwikkelde regio’s (Höchstädter & Scheck, 2014; Islam, 2022). Smidt (2023) signaleert dat maar liefst 60% van de impact investeringen in ontwikkelde landen plaatsvindt. Ook Nederlandse institutionele beleggers kijken qua geografische allocatie met name naar Europa en Noord-Amerika (Duiker & van Til, 2022).

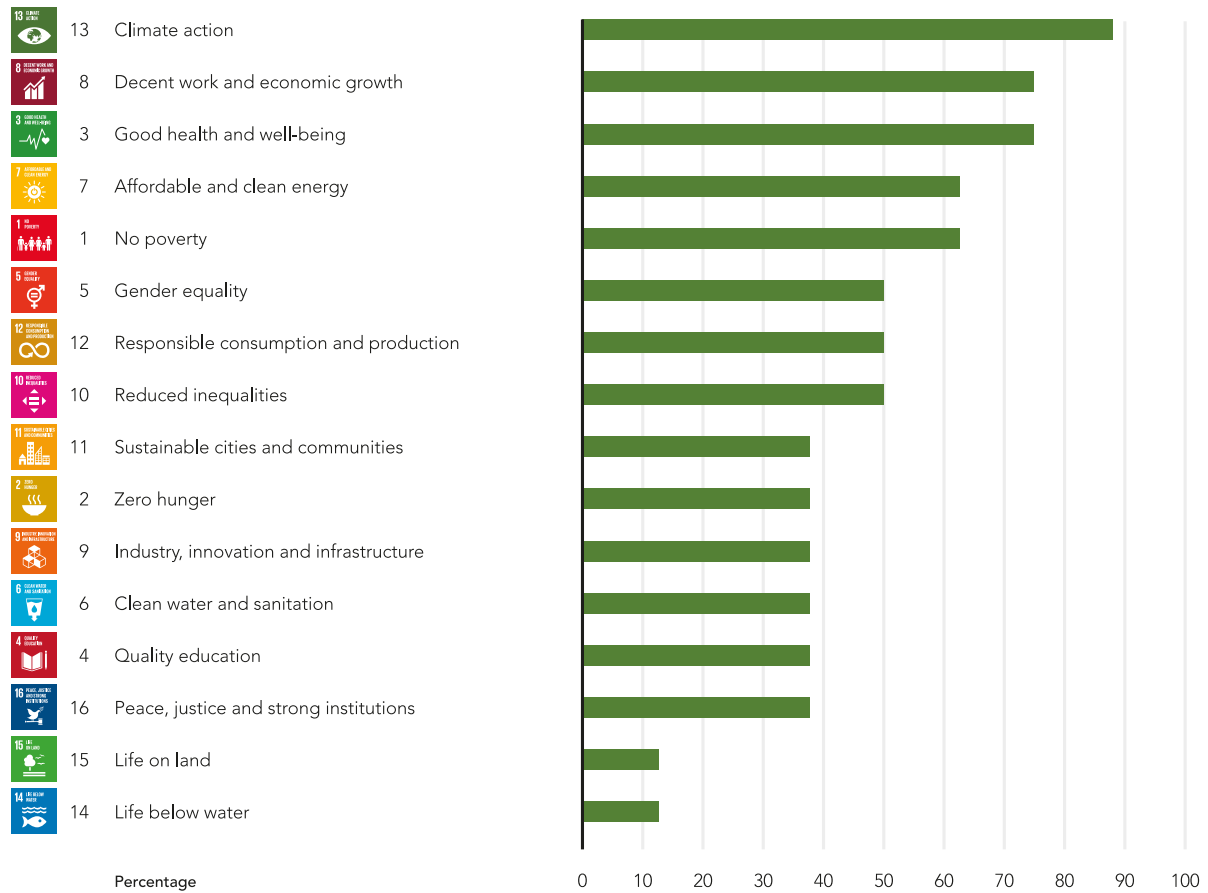
Thema’s & sectoren

Impact investing is niet gelimiteerd tot een sector, vaak hangt de doelstelling samen met de sector waarin de investeerder actief is (Höchstädter & Scheck, 2014) dan wel de SDG’s waaraan de investeerder zich gecommitteerd heeft (Schmidt, 2023). Thema’s en sectoren die veelal geprefereerd worden zijn: energie, gezondheid en betaalbare huisvesting (Islam, 2022; Jackson, 2013). Dit is gedeeltelijk terug te zien in de SDG’s die met impact investeringen nagestreefd worden door Nederlandse institutionele beleggers (zie ook figuur 4).

¹⁰ Ingevolge artikel 135 lid 1 van de Pensioenwet (Sociaal Economische Raad, 2018).

Waarbij energie gekoppeld kan worden aan SDG 7, gezondheid aan SDG 3 en betaalbare huisvesting aan SDG 11¹¹.

Figuur 4: Nagestreefde SDG's door Nederlandse impact beleggers – institutioneel



Bron: Wessemius-Chibrac & Vasquez (2022)

Kader: Impact investing met vastgoed

Vastgoed is een belangrijke asset class binnen de portefeuilleconstructie van institutionele beleggers door relatief stabiele kasstromen, diversificatievoordelen, beperkte volatiliteit en de inflatiehedge die vastgoed biedt (Hudson-Wilson, et al. 2005; Matthews, et al. 2017). Bovendien is het nastreven van sociale en ecologische doelen, en daarmee impact investing goed mogelijk in vastgoed (Bikker-Bekkers, 2017; van Gool, 2019; Jacobs & Levy, 2022).

De twee meest geëigende thema's voor impact investeren in vastgoed zijn:

- 1) Sociale impact: betaalbare huisvesting (Bikker-Bekkers, 2017; van Dijk, 2022; van Gool, 2019; INREV, 2020; Matthews, et al. 2017; McVitty, 2020; Phenix Capital, 2022).

¹¹ SDG 7 – Betaalbare en duurzame energie; SDG 3 – Goede gezondheid en welzijn; SDG 11 – Duurzame steden en gemeenschappen (SDG Nederland, 2023).

(Betaalbare) huisvesting is een primaire levensbehoefte, waar momenteel een flink tekort aan is. Dit maakt investeren in de toevoeging van betaalbare huisvesting een duidelijke vorm van impact investing (van Gool, 2019). Betaalbare huisvesting wordt bovendien als een aantrekkelijke categorie voor impact investing gezien, omdat naast de sociale bijdrage ook de financiële resultaten als solide worden beschouwd (McVitty, 2020). Deze vorm van impact investing wordt vaak gerelateerd aan SDG 11 – Duurzame steden en gemeenschappen (SDG Nederland, 2023).

- 2) Ecologische impact: groene gebouwen (Bikker-Bekkers, 2017; van Gool, 2019; INREV, 2020; Phenix Capital, 2022).

Vastgoed heeft een grote impact op energieverbruik en de uitstoot van CO₂ (van Gool, 2019). Daarmee zou impact kunnen worden gemaakt door het integreren van duurzaamheid in de waardecreatie strategie van vastgoed (Matthews, et al. 2017). Deze vorm van impact investing wordt veelal gerelateerd aan SDG 13 - Klimaatactie (SDG Nederland, 2023).

2.4 Conclusie

Dit hoofdstuk heeft een antwoord geformuleerd op de vraag: *Wat is impact investing?*

Op basis van voorgaande analyse wordt geconcludeerd dat impact investing, op basis van de literatuur, drie onderscheidende kernkenmerken heeft:

- Een duale doelstelling, het nastreven van zowel financieel als sociaal rendement;
- Intentionaliteit, een duidelijk van tevoren beoogde intentie om impact te maken;
- Meetbaar, het meten van de gemaakte impact.

Impact investeringen zijn daarmee, *‘investerings die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement’* (Global Impact Investing Network, 2023a). In het empirische deel van dit onderzoek wordt onderzocht of deze definitie ook in de praktijk gangbaar is.

Ten aanzien van de invulling van impact investing door Nederlandse institutionele beleggers wordt geconcludeerd dat zij met name opereren vanuit een finance first perspectief, als gevolg van hun fiduciaire verantwoordelijkheid. Daarnaast bleek dat zij impact investing met name invullen in de asset classes private equity, private debt en real assets (zoals vastgoed).

Op basis van de literatuur lijkt impact investing geen separate asset class (onderzoeksvraag: *Is impact investing een separate asset class?*). De literatuur lijkt te wijzen in de richting van impact investing als een strategie waaraan invulling wordt gegeven binnen bestaande asset classes. Maar als impact investing geen separate asset class is, hoe kan er dan wel een doelallocatie naar impact investing worden bepaald? Ofwel hoe past impact investing in asset allocatiemodellen? En hoe kunnen deze gerealiseerde allocaties (1,8% bij pensioenfondsen en 1,6% bij verzekeraars, volgens Duiker, et al. 2016) zo dicht bij elkaar liggen? Is dit toevallig of hebben gebruikte asset allocatiemodellen hier invloed op? De positie van impact investing in de asset allocatie zal dan ook verder worden uitgediept in het volgende hoofdstuk.

3. Asset Allocatie

3.1 Inleiding

In dit hoofdstuk staat het thema asset allocatie centraal. Het hoofdstuk start met een theoretische verkenning van een aantal (klassieke) theoretische asset allocatiemodellen. Als eerste wordt de asset only-benadering beschouwd, gevolgd door een beschouwing van asset liability management.

Na de theoretische verkenning van een aantal (klassieke) asset allocatiemodellen wordt het thema impact investing weer opgepakt en in het asset allocatie speelveld geplaatst. Hierbij wordt theoretisch verkend of impact investing reeds onderdeel is van asset allocatiemodellen. Vervolgens worden uitdagingen voor integratie van impact investing in asset allocatiemodellen in kaart gebracht en wordt geduid of integratie wenselijk is.

Dit hoofdstuk geeft daarmee een eerste aanzet voor de beantwoording van de volgende onderzoeksvragen:

3. Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?
4. Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?

3.2 Theoretische asset allocatiemodellen

Pensioenfondsen en verzekeraars beleggen vermogen om (toekomstige) pensioenen en verzekeringen uit te keren (Dächert, et al. 2021; Kleynen, 1996). Daarbij zijn institutionele beleggers op zoek naar de meest efficiënte beleggingsportefeuille (Dächert, et al. 2021). Een beleggingsportefeuille is opgebouwd uit verschillende beleggingscategorieën, ofwel asset classes. Het proces waarin beschikbare middelen worden toegedeeld aan verschillende asset classes wordt de strategische asset allocatie genoemd (Dziwok, 2014).

De Autoriteit Financiële Markten definieert strategische asset allocatie als volgt: *‘De strategische asset allocatie is de verdeling van het te beleggen vermogen over verschillende beleggingscategorieën op basis van lange termijn doelstellingen en verplichtingen. Binnen de strategische allocatie zal worden gezocht naar een optimum tussen risico en rendement’* (Autoriteit Financiële Markten, 2021b).

Zoals ook in de definitie van de Autoriteit Financiële Markten wordt benoemd vormt het optimaliseren van verwachte risico's en rendementen de basis van de asset allocatie (Autoriteit Financiële Markten, 2021b; Dziwok, 2014; Massie, 2023; Molenaar, et al. 2010; Romanyuk, 2010). Dit principe kan het beste worden uitgelegd aan de hand van traditionele asset only modellen (Autoriteit Financiële Markten, 2021b; Romanyuk, 2010).

Naast de asset only benadering(en) zijn er in de loop der jaren asset allocatiemodellen ontstaan waarin ook de verplichtingen van institutionele beleggers worden meegenomen. Deze praktijk wordt aangeduid met de term ‘asset liability management’ en staat centraal in het tweede deel van dit subhoofdstuk.

3.2.1 Asset only benadering

Mean-variance optimalisatie

Het klassieke en meest bekende asset allocatiemodel is de mean-variance optimalisatie (Bakker, 2012; Dziwok, 2014; Romanyuk, 2010). Nobelprijswinnaar Markowitz is de grondlegger van de mean-variance optimalisatie, ook wel de moderne portefeuille theorie genoemd (Dächert, et al. 2021; Dziwok, 2014; Geltner, et al. 2021; van den Heuvel, 2016; Rubinstein, 2002; van Welie, 2021).

In de mean-variance optimalisatie wordt het rendement geoptimaliseerd, gegeven een bepaald risico óf het risico geminimaliseerd bij een gegeven rendementseis (Dziwok, 2014; Geltner, et al. 2021; Rubinstein, 2002; Vis, 2006; van Welie, 2021). De geoptimaliseerde uitkomsten worden efficiënte portefeuilles genoemd.

Volatiliteit van rendement wordt hier als risico gezien (Geltner, et al. 2021; Vis, 2006) en wordt gemeten met de standaarddeviatie of variantie, ofwel variance (Markowitz, 1999; van Welie, 2021). Door verschillende assets te combineren kan dit risico gereduceerd worden en kunnen risicorendementsverhoudingen gerealiseerd worden die met afzonderlijke assets niet te realiseren zijn (Bakker, 2012; Geltner, et al. 2021; van Gool, et al. 2020; van den Heuvel, 2016; Markowitz, 1952; Vis, 2006). Het combineren van assets wordt ook wel diversificatie genoemd.

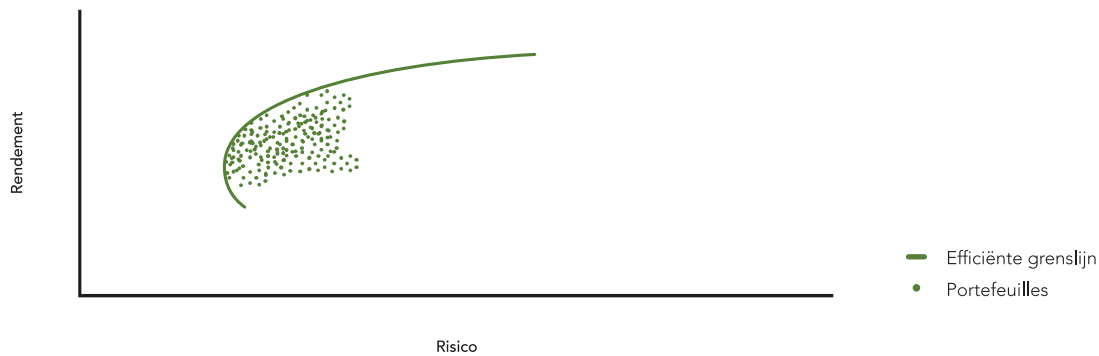
Het reduceren van risico's door het combineren van verschillende assets is mogelijk door de correlatie tussen verschillende assets. Correlatie is de mate van samenhang tussen assets (van Gool, et al. 2020; van den Heuvel, 2016), wanneer assets niet gelijk bewegen/correleren wordt de volatiliteit verminderd (Geltner, et al. 2021; van Gool, et al. 2020). Er is dus risicoreductie te realiseren door diversificatie tussen assets (Geltner, et al. 2021; Markowitz, 1952; Rubinstein, 2002).

Markowitz was overigens niet de eerste die nadacht over risicoreductie door diversificatie, maar wel de eerste die dit wiskundig wist te onderbouwen door een maatstaf aan risico toe te kennen (Markowitz, 1999; Rubinstein, 2002).

Een mean-variance optimalisatie begint in de praktijk vaak door te bepalen welke assets in de studie worden meegenomen (Dziwok, 2014). Vervolgens worden per asset class toekomstverwachtingen ten aanzien van risico en rendement gemodelleerd (Dziwok, 2014; van den Heuvel, 2016). Met doel zoeken worden de portefeuilles met optimale risicorendementsverhoudingen¹² geconstrueerd (van den Heuvel, 2016). Alle efficiënte portefeuilles tezamen vormen de efficiënte grenslijn (Dziwok, 2014; Geltner, et.al. 2021; Romanyuk, 2010). Figuur 5 bevat een schets van een efficiënte grenslijn.

Investerders bepalen zelf, ingegeven door hun risicobereidheid of rendementseis, welke portefeuille op de efficiënte grenslijn zij selecteren (Geltner, et al. 2021; van den Heuvel, 2016; Markowitz, 1999; Romanyuk, 2010; Rubinstein, 2002; van Welie, 2021).

¹² Zoals eerder beschreven kan gegeven een rendementseis het risico geminimaliseerd worden of gegeven het risico het rendement geoptimaliseerd worden.

Figuur 5: Bepaling efficiënte grenslijn met mean-variance optimalisatie

Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op Geltner, et al. (2021); Marquard (2017)

De mean-variance optimalisatie is een voorbeeld van een asset only benadering. In de loop der jaren zijn paradigma's doorontwikkeld, andere theorieën uit deze klassieke theorie gegroeid en nieuwe varianten ontstaan. Twee belangrijke aanvullende theorema worden hieronder toegelicht.

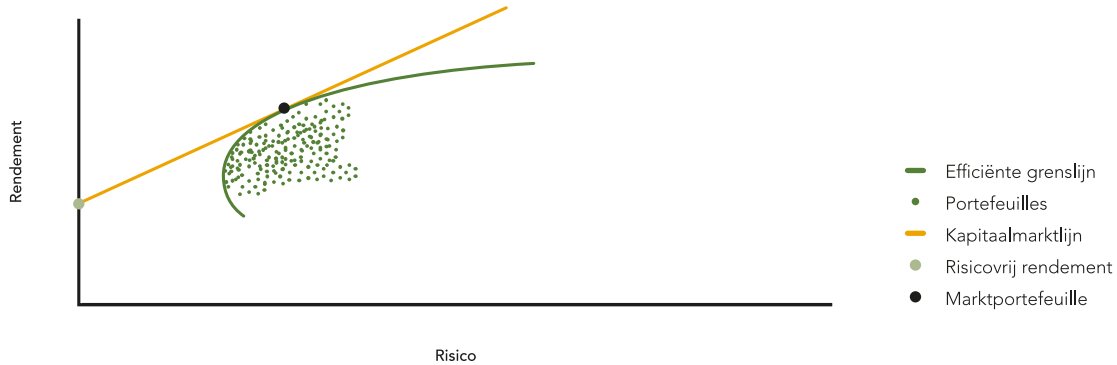
Sharpe ratio

Tot dusver werden enkel assets met risico meegenomen (Geltner, et al. 2021), Tobin voegde de risicovrije asset toe aan het model (van den Heuvel, 2016; Markowitz, 1999; Romanyuk, 2010; Vis, 2006). De veronderstelling hierbij is dat de investeerder risicoloos kan lenen en sparen, tegen eenzelfde rente (Markowitz, 1999).

Wanneer een asset risicovrij is, is er geen volatiliteit (Geltner, et al. 2021; van den Heuvel, 2016). De risicorendement mogelijkheden van een risicovrije asset gecombineerd met die van andere assets geven daarmee een lineair verband (Geltner, et al. 2021). Door een raaklijn vanuit het risicovrije rendement met de efficiënte grenslijn te trekken wordt de (enige) efficiënte portefeuille, ofwel de marktportefeuille, gevonden (Geltner, et al. 2021; Markowitz, 1999; Marquard, 2017)

Het lineaire verband tussen het risico en rendement wordt de Sharpe ratio genoemd (Marquard, 2017), waarbij de marktportefeuille de portefeuille met de hoogste Sharpe ratio is (Bakker, 2012; Geltner, et al. 2021).

Bij de mean-variance optimalisatie is er keuze uit één van de portefeuilles op de efficiënte grenslijn, afhankelijk van de risicobereidheid of rendementseis van de investeerder. Door het toevoegen van de risicovrije asset blijft er nog maar één optimale portefeuille over (zie de schets in figuur 6). Meer rendement – ten opzichte van wat maximaal mogelijk is gegeven het vastgesteld risico op basis van de mean-variance optimalisatie – kan behaald worden door te lenen (zich rechts van het raakpunt op te raaklijn te positioneren).

Figuur 6: Bepaling marktportefeuille

Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op Geltner, et al. (2021); Marquard (2017)

In de praktijk is de rente op leningen vaak hoger dan voor sparen en kan vreemd vermogen niet ongelimiteerd worden ingezet (Bekkers, et al. 2009).

Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Aangenomen wordt dat door het gebruik van de moderne portefeuilletheorie alle investeerders dezelfde, ofwel marktportefeuille¹³, selecteren (Geltner, et al. 2021; Marquard, 2017).

Doordat de resulterende beleggingsoplossing optimaal gediversifieerd is, blijft alleen het marktrisico over (Geltner, et al. 2021). In de marktportefeuille zijn de individuele, ofwel specifieke risico's, weg gediversifieerd (Brealey, et al. 2022; van Gool, et al. 2020; van den Heuvel, 2016). Het risico dat overblijft na volledige diversificatie is het systematische of marktrisico (Brealey, et al. 2022; van Gool, et al. 2020; van den Heuvel, 2016).

CAPM stelt dat er alleen compensatie voor dit marktrisico bestaat en geen vergoeding voor te diversifiëren risico's (Geltner, et al. 2021; van Gool, et al. 2020). De mate waarin het rendement van de individuele asset meebeweegt met de markt, ofwel de sensitiviteit ten aanzien van marktfluctuaties bepaald de beta¹⁴ van de betreffende asset (Brealey, et al. 2022; Geltner, et al. 2021; Marquard, 2017). Met behulp van de beta kan de rendementseis per asset bepaald worden, ofwel de risicopremie van een asset is gelijk aan zijn beta maal de marktprijs van risico (Brealey, 2022; Geltner, et al. 2021; van Gool et al. 2020).

Beperkingen asset only benadering

Zoals elk theoretisch model heeft ook de asset only benadering (en meer specifiek de mean-variance optimalisatie) een aantal beperkingen. Zonder te pretenderen volledig te zijn, worden hieronder een aantal beperkingen behandeld. Te beginnen bij een aantal aannames die niet stroken met de praktijk. De mean-variance optimalisatie gaat uit van efficiënte en transparante markten en negeert daarmee marktimperfections (van den Heuvel, 2016; Markowitz, 1952). Bovendien wordt uitgegaan van één investeringshorizon, in de praktijk wordt portefeuilleconstructie periodiek heroverwogen (Dziwok, 2014; van den Heuvel, 2016; Romanyuk, 2010; Umar & Olson, 2021).

¹³ Ofwel de Sharpe optimale portefeuille.

¹⁴ Bij een hogere Beta (>1) is de asset gevoeliger voor marktfluctuaties (en dus volatieler).

Een andere moeilijkheid zit in het correct inschatten van toekomstige/verwachte risico's en rendementen (Black & Litterman, 1992; Dziwok, 2014; Romanyuk, 2010), in de praktijk worden daarom veelal historische rendementsreeksen gebruikt (Bakker, 2012; van den Heuvel, 2016). Doordat gemodelleerde uitkomsten erg gevoelig zijn voor veranderingen in de input (Bekkers, et al. 2009; Black & Litterman, 1992; van Welie, 2021) is de betrouwbaarheid van uitkomsten sterk beperkt wanneer verwachte risico's en rendementen niet correct worden ingeschat.

Tevens is het enkel beschouwen van volatiliteit, ofwel afwijking van het verwachte rendement, als risicomatstaf te beperkt (Bakker, 2012; Vis, 2006).

De laatste beperking die auteur wil benoemen is met name voor institutionele beleggers relevant. In de asset only benadering worden verplichtingen van beleggers buiten beschouwing gelaten, terwijl deze in de praktijk weldegelijk een rol spelen in de asset allocatie.

3.2.2 Asset liability management

Asset liability management (verder ook: 'ALM') kijkt verder dan alleen de assetzijde en neemt ook de verplichtingenzijde mee in te maken keuzes ten aanzien van de asset allocatie (van Gool, et al. 2020; Tammas-Hastings, 2017).

Erkenning voor de verplichtingenzijde in de asset allocatie is in opkomst sinds de jaren '80 en kwam voort uit de onstabiele financiële markten en veranderingen in rentes (Lamm-Tennant, 1989; Leibowitz, 1987a; van Welie, 2021). Verplichtingen worden contant gemaakt met een op de rente gebaseerde disconteringsvoet (Leibowitz, 1987a). Een veranderende rente zorgt daarmee voor een veranderende omvang van de verplichtingen.

In de Nederlandse context was de invoering van het nieuwe Financieel Toetsingskader voor pensioenfondsen op 01 januari 2007 een onderstreping van het belang van ALM (Bakker, 2012; van Gool, 2020; Kapiteyn & Worms, 2009). Tot die tijd werd de disconteringsvoet voor de verplichtingen vastgesteld met een vaste rekenrente, vanaf 01 januari 2007 zijn institutionele beleggers verplicht de waarde van de verplichtingen vast te stellen op basis van de marktrente (Bakker, 2012; Kapiteyn & Worms, 2009). Daarmee werd de waarde van verplichtingen volatieler. Voor verzekeraars werd met de invoering van de Solvency regelgeving een link tussen de asset allocatie en kapitaalvereisten gecreëerd (Wouters, 2012).

Door deze ontwikkelingen wordt de asset allocatie complexer en volstaat het uitsluitend gebruik van de klassieke mean-variance optimalisatie niet meer (Hoevenaars, et al. 2008; Leibowitz, 1987b; Wouters, 2012).

Binnen ALM wordt de ontwikkeling van de waarde van verplichtingen en beleggingen op elkaar afgestemd (Bakker, 2012; van Dijk & Geels 2007; Molenaar, et al. 2010; van Welie, 2021; Zhang, 2023). De verhouding tussen de waarde van de assets ten opzichte van de contante waarde van de verplichtingen wordt geduïd met de surplus functie (Kleynen, 1996; Leibowitz, 1987a). Het doel van ALM is om (toekomstige) uitkeringen (pensioenen dan wel verzekeringen) te kunnen voldoen (Klein Haneveld, et al. 2009).

Zoals hierboven aangegeven speelt rente daarbij een belangrijke rol, aan de verplichtingzijde vormen lage rentes een bedreiging. Bij dalende rentes, stijgen de contante waardes van de verplichtingen (Leibowitz, 1987a). De impact van renteveranderingen is veelal groter aan de verplichtingzijde dan de assetzijde (Brown, 2004; van Gool, et al. 2020; Leibowitz, 1987b).

Assets die renteveranderingen neutraliseren of qua waardeontwikkeling de verplichtingen volgen kunnen deze impact verkleinen (Brown, 2004; van Gool, et al. 2020; Hoevenaars, et al. 2008; Lamm-Tennant, 1989; Leibowitz, 1987a). Het neutraliseren van de rentegevoeligheid van kasstromen wordt ook wel immunisatie genoemd (van Gool, et al. 2020; Lamm-Tennant, 1989). Duration matching wordt gebruikt om immunisatie te realiseren (Lamm-Tennant, 1989). Duration (ofwel looptijd) is een indicatie van de rentegevoeligheid van een asset, wanneer de looptijd van assets en verplichtingen in evenwicht is, hebben rentefluctuaties een beperkter effect (Kapiteyn & Worms, 2009). Andersom wordt de surplus functie kwetsbaarder wanneer de duration tussen assets en verplichtingen uit balans is (Leibowitz, 1987a). Wanneer verplichtingen ver in de toekomst liggen kan dus het beste gekozen worden voor assets met een langere duration (van Dijk & Geels, 2007).

Het gaat dus niet langer om sec het optimaliseren van de assetzijde, maar juist om het optimaliseren van de match tussen de asset- en verplichtingzijde om (toekomstige) verplichtingen te kunnen voldoen (Romanyuk, 2010; Sharpe & Tint, 1990). Hierbij wordt rekening gehouden met de structuur van de verplichtingen, economische verwachtingen en het beleid van de betreffende institutionele belegger, zoals het indexatiebeleid (Bakker, 2012; van Gool, et al. 2020).

Het ALM-proces begint met het vaststellen van de beleggingsbeginselen, doelen, risicotolerantie en (beleggings)restricties van een institutionele belegger. Daarna worden de mee te nemen verplichtingen in kaart gebracht (Dächert, et al. 2021; Sharpe & Tint, 1990) en worden de kasstromen van deze verplichtingen gemodelleerd (Kleynen, 1996; Lamm-Tennant, 1989). Daarbij zijn onder andere de looptijd, loongroei, indexatie van pensioen, renterisico's en demografische ontwikkelingen zoals sterftekansen van belang (Dächert, et al. 2021; Hoevenaars, et al. 2008; Klein Haneveld, et al. 2009; Kleynen, 1996; van Welie, 2021). Aan de assetzijde vormt de huidige portefeuille de eerste input (Dächert, et al. 2021) en bepaald de institutionele belegger welke assets mee worden genomen in de modellering (Klein Haneveld, et al. 2009).

Het is van belang de covariantie tussen een gegeven assetmix en de verplichtingen vast te stellen (Sharpe & Tint, 1990). Positieve correlatie tussen de verplichtingen en assets is daarbij gunstig (Hoevenaars, et al. 2008; Leibowitz, 1987a; Sharpe & Tint, 1990)

Middels scenarioanalyse worden verschillende toekomstscenario's gesimuleerd en de robuustheid van verschillende asset allocatiecombinaties getest (Lausberg, 2017). Deze uitkomsten worden vertaald naar beleggingskeuzes¹⁵.

¹⁵ Naast asset allocatie, zijn ook factoren als premiebeleid van invloed op de dekkingsgraad, deze worden hier buiten beschouwing gelaten.

De institutionele belegger kiest vervolgens de gewenste assetmix, gegeven zijn beleggingsbeginselen, doelen, risicotolerantie en (beleggings)restricties (De Nederlandsche Bank, 2023b; Lausberg, 2017; Molenaar, et al. 2010; Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, et al. 2010; Vis, 2006; van Welie, 2021). De strategische asset allocatie wordt tot slot vastgelegd in een beleggingsplan (Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen, et al. 2010).

Met de hierboven beschreven ALM-benadering wordt veelal de matchingportefeuille van institutionele beleggers vormgegeven (Bakker, 2012; Kapiteyn & Worms, 2009). Naast de matchingportefeuille houden institutionele beleggers vaak ook een returnportefeuille aan, met als doel extra rendement te realiseren (Bakker 2012; van Gool, et al. 2020; van den Heuvel, 2016; Kapiteyn & Worms, 2009). De eerder beschreven mean-variance optimalisatie wordt veelal ingezet om de returnportefeuille te construeren (van Gool, et al. 2020).

3.3 Impact investing binnen asset allocatiemodellen

In hoofdstuk 2 bleek dat een groeiend aantal beleggers intrinsiek gemotiveerd is om naast financieel rendement ook sociaal rendement na te streven en dat de allocatie naar impact investing groeiende is. Tevens bleek uit de onderzochte literatuur dat impact investing mogelijk zorgt voor een risicoreductie op portefeuilleniveau (door een lagere volatiliteit en lagere correlatie met traditionele investeringen).

Onderzoek naar de integratie van impact investing in allocatiemodellen is echter slechts beperkt aanwezig (conclusie van auteur op basis van Islam, 2022; Lee, et al. 2019). Er zijn in de literatuur en praktijkpublicaties wel aanwijzingen te vinden over de invulling en fondsselectie na allocatie, maar niet over de allocatie op portefeuilleniveau.

3.3.1 Impact investing lijkt geen asset class

Het gebrek aan theorievorming over impact investing in de asset allocatie is overigens niet verrassend. Om een asset class mee te nemen in een asset allocatiemodel moet een asset class aan een aantal voorwaarden voldoen. Zo dienen de assets in een asset class relatief homogeen te zijn en dienen de verschillende asset classes voldoende onderscheidend te zijn (Dziwok, 2014). In de eerdere verkenning of impact investing een asset class is (zie 2.2.5) bleek dat impact investing juist zeer heterogeen is (zie 2.2.5 – Islam, 2022; Thirion, et al. 2022) en zich niet eenduidig onderscheidt van andere asset classes. In 2.2.5 bleek tevens dat bij het beschouwen van impact investing als separate asset class vaak de link met bestaande asset classes wordt gemaakt.

Zoals aangegeven worden asset classes veelal getypeerd naar hun risicoprofiel en rendementsverwachting. Twee karakteristieken die in subhoofdstuk 3.2 (theoretische asset allocatiemodellen) eveneens belangrijk bleken voor het bepalen van de asset allocatie. Voor impact investing zijn geen onderscheidende risico en rendementskarakteristieken vast te stellen (zie 2.2.5), wat integratie in asset allocatiemodellen bemoeilijkt.

3.3.2 Sociale risico's en rendementen

Een tweede uitdaging ligt in het feit dat impact investing financiële en sociale uitkomsten optimaliseert (Lee, et al. 2019) en daarmee zowel risico als rendement op twee schalen meet, financieel en sociaal (Harvey, et al. 2022). Traditionele asset allocatiemodellen zijn met name gebaseerd op financiële risico- en rendementsverwachtingen, sociale doelstellingen passen niet binnen deze tools (Brandstetter & Lehner, 2015). Het meten van multi-dimensionele uitkomsten is op zijn minst uitdagend te noemen (Caseau & Grolleau, 2020). Bovendien is het meenemen van sociale risico's en rendementen controversieel, omdat de meeste modellen nog altijd gebaseerd zijn op, voor risico gecorrigeerde, winstmaximalisatie (Yan, et al. 2021).

Er is nog veel onduidelijkheid over hoe sociale risico's en rendementen meegenomen zouden moeten worden. Volgens Harvey, et al. (2022) zou impactgeneratie centraal moeten staan in de bepaling van portefeuille efficiëntie voor impact investing. Hehenberger, et al. (2019) bepleit in dezelfde lijn dat het investeringsparadigma zou moeten worden veranderd, waarbij meetbare impact als derde as toegevoegd zou moeten worden naast de twee traditionele assen (risico en rendement). Yasar (2021) onderschrijft eveneens dat impact geïntegreerd zou moeten worden in investeringsmiddelen, maar erkent ook dat daarmee een beter beeld bij sociaal risico en rendement nodig is.

Sociale risico's

Het kwantificeren, meten en inschatten van sociaal risico is complex. Allereerst is onduidelijk welke risicofactoren relevant en uniek voor impact investeringen zijn, daarnaast is ook de onderlinge afhankelijkheid en de wijze waarop deze risico's op elkaar inspelen onontgonnen terrein (Brandstetter & Lehner, 2015).

Sociale rendementen

Het meten van sociaal rendement is eveneens subjectief en complex (Schmidt, 2023; Thirion, et al. 2022). Daarnaast is er geen overeenstemming in de eenheid waarin gemeten wordt. Schmidt (2023) spreekt van 'social rate of return', Agrawal (2019) van social return on investment en van Gool & Mijsberg (2019) van percentage impact per geïnvesteerd vermogen. Ook het inschatten/voorspellen van sociaal rendement is zeer lastig (Brest & Born, 2013) en daarmee moeilijk te modelleren. Hiermee ontstaat inherent het risico dat meer meetbare financiële doelen voorrang krijgen in de beoordeling (Geczy, et al. 2021).

Bovendien ligt het waarderen van sociaal rendement, door de betwistbaarheid en subjectiviteit, politiekgevoelig (Guter-Sandu, 2022; Jackson, 2013). De signalering dat impact soms wordt toegevoegd aan reeds bestaande investeringen vormt daarmee een extra risico voor de reputatie van impactinvesteerdere (Geczy, et al. 2021). Dit is een risico dat niet meegewogen zal worden in allocatiemodellen, maar wat institutionele beleggers zeker in ogenschouw moeten houden.

Om impact investing daadwerkelijk in asset allocatiemodellen te integreren is compatibiliteit tussen financieel en sociaal risico en rendement nodig (Brandstetter & Lehner, 2015). Het kwantificeren van sociale risico's en rendementen is complex en daarmee lastig op te tellen bij financiële risico's en rendementen.

Er is eveneens weinig geschreven over hoe beleggers sociale en financiële risico's en rendementen ten opzichte van elkaar, zouden moeten, afwegen (Agrawal, 2019) of hoe sociale en financiële risico's en rendementen op elkaar inwerken, ofwel is er een bepaalde covariantie aanwezig (Brandstetter & Lehner, 2015). De onderlinge afhankelijkheid zou vervolgens de basis kunnen vormen voor het bouwen van efficiënte portefeuilles (Brandstetter & Lehner, 2015).

De eerste stap zal echter het consistent meten en waarderen van sociale risico's en rendementen zijn (Harvey, et al. 2022). Zonder een duidelijk beeld van deze factoren is optimalisatie van deze factoren, of dat nou opgeteld of separaat van financiële parameters is, onmogelijk.

3.3.3 Overige uitdagingen

Duiker & van Til (2022) signaleren dat veel institutionele beleggers lijken te worstelen met het integreren van impact investing in allocatiebeslissingen. Dit is niet zo vreemd gezien de eerder gesignaleerde beperkte compatibiliteit met traditionele asset allocatiemodellen en de complexiteit van het afwegen en beoordelen van financiële én sociale risico en rendementsaspecten (Brandstetter & Lehner, 2015). Naast deze complexiteit zijn er nog een aantal extra uitdagingen die in ogenschouw moeten worden genomen.

Een kernaanname in allocatiemodellen is het bestaan van een efficiënte markt. Impact investing heeft hier nog een behoorlijke ontwikkeling te maken (Duiker, et al. 2016). Zo is het lastig om goede performance data te bemachtigen in deze opkomende markt (Duiker, et al. 2016; INREV, 2020; Jackson, 2013; Matthews, et al. 2017). De beperkte aanwezigheid van data levert nog een beperking op: het aanwezig zijn van een trackrecord is vaak een vereiste in fondsselectie. Door het ontbreken van langjarige data nemen sommige partijen impact investing niet mee in hun asset allocatiemodellen (Duiker & van Til, 2022).

Wanneer een zuivere asset allocatie studie uitgevoerd zou worden, loopt men alsnog tegen beperkingen aan. Zo zijn kwalitatief hoogwaardige impactstrategieën schaars (Brandstetter & Lehner, 2015; Chowdhry, et al. 2019; Duiker & van Til, 2022; van Gool, 2019; INREV, 2020; Lee, et al. 2019). Dit levert een extra beperking in de asset allocatie op (Chowdhry, et al. 2019) en kan resulteren in selectie van suboptimale strategieën, extra risico's (van Gool, 2019) of een hogere cost of capital (Chowdhry, et al. 2019).

Ondanks de opkomst van duurzaamheidswet- en regelgeving, mist duiding vanuit de toezichthouder aangaande het opnemen van impact investing in de asset allocatie. Richtlijnen vanuit de toezichthouder zouden kunnen bijdragen aan het verder legitimeren van de markt en zouden institutionele beleggers handvatten kunnen bieden om impact investing integraal mee te nemen in de asset allocatie.

3.3.4 Wensdenken: impact investing als onderdeel van asset allocatiemodellen

Dat er vanuit de literatuur desondanks een wens bestaat om impact investing te integreren in asset allocatiemodellen is begrijpelijk. Uit onderzoek is immers gebleken dat systematisch gefaald wordt om de portefeuilles met de meest efficiënte¹⁶ financiële en sociale uitkomsten te selecteren (Lee, et al. 2019).

Onderzoek van Harvey, et al. (2022) suggereert eveneens dat het meewegen van sociale informatie te wensen overlaat, in dit onderzoek lijkt de verwachte uitkomst meer invloed op de keuze te hebben dan het verwachte risico. Ook Schmidt (2023) signaleert dat impact investeren vaak niet de meest (markt) efficiënte manier van beleggen is. In het onderzoek van Lee, et al. (2019) kwam eveneens naar voren dat de keuze voor impact soms enkel op intuïtie gebaseerd is. Ook Brandstetter & Lehner (2015) signaleerden dat de toevoeging van sociale impact in de asset allocatie veelal op subjectiviteit berust. Deze uitkomsten zijn niet vreemd, doordat zowel financiële als sociale risico en rendement afwegingen moeten worden beoordeeld, worden investeringsbeslissingen complexer (Islam, 2022; Thirion, et al. 2022). Om complexere beslissingen en grote hoeveelheden informatie behapbaar te maken worden meer heuristische toegepast (Harvey, et al. 2022), hierdoor worden niet altijd de meest optimale beslissingen genomen. Harvey, et al. (2022) & Islam (2022) zijn daarom voorstanders van een integraal financieel systeem waarin naast financieel risico en rendement ook sociaal risico en rendement gemeten en geoptimaliseerd worden.

Geïntegreerde modellen zijn nog niet beschikbaar, maar er lijkt wel overeenstemming te bestaan dat traditionele asset allocatiemodellen niet toereikend zijn om naast financieel risico en rendement een extra dimensie (impact) te optimaliseren (Agrawal, 2019; Brandstetter & Lehner, 2015; van Dam, et al. 2022; Harvey, et al. 2022).

3.4 Conclusie

In dit hoofdstuk heeft een theoretische verkenning plaatsgevonden naar de vraag: *Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?*

Institutionele beleggers zijn op zoek naar de meest efficiënte portefeuille om in de toekomst aan hun verplichtingen te voldoen. Veel institutionele beleggers beheren een matchingportefeuille waarin verplichtingen en assets met elkaar gematcht worden. Voor het construeren van deze matchingportefeuille wordt asset liability management ingezet. Naast de matchingportefeuille houden institutionele beleggers veelal een returnportefeuille aan. Hier wordt de asset allocatie veelal vanuit een asset-only benadering vastgesteld, waarbij rendement wordt geoptimaliseerd gegeven een bepaald risico of risico geminimaliseerd gegeven een bepaalde rendementseis.

Tevens is in dit hoofdstuk gestart met een verkenning van de wijze waarop institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing bepalen (onderzoeksvraag: *Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?*).

¹⁶ Lee, et al. (2019) definieert efficiënt hierin als het behalen van het hoogste financiële rendement en sociale voordeel met minimale middelen.

Tot dusver is er geen tot weinig literatuur over impact investing in de asset allocatie te vinden. Theoretisch lijkt impact investing (nog) niet geïntegreerd te zijn in asset allocatiemodellen. Daarmee is een eerste indicatie ter bevestiging van de gedeponeerde verwachting gevonden (*Allocatie naar impact investing volgt niet uit toepassing van traditionele asset allocatiemodellen.*). Wellicht werpt de praktijk nog een ander licht op de zaak en wordt deze verwachting alsnog ontkracht.

Ook is gekeken naar de vervolgvraag: *Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?*

In de theorie is een roep om integratie van sociale risico's en rendementen in asset allocatiemodellen te horen. Echter blijken er nog veel uitdagingen te overwinnen alvorens integratie daadwerkelijk mogelijk is. Te denken valt aan het ontbreken van onderscheidende risico en rendement karakteristieken van impact investing als geheel en de onduidelijkheid omtrent het meten en waarderen van sociale risico's en rendementen.

4. Methodologie

4.1 Inleiding

Dit hoofdstuk geeft een methodologische verantwoording van het onderzoek naar ‘impact investing in de asset allocatie van pensioenfondsen en verzekeraars’.

Zoals in hoofdstuk 1 beschreven is het doel van onderhavig onderzoek drieledig:

- 1) Een heldere en eenduidige definitie voor impact investing vaststellen;
- 2) Inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen;
- 3) Inzicht verkrijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van hun allocatie naar impact investing.

In de voorgaande hoofdstukken is op basis van literatuurstudie getracht een eerste inzicht te verkrijgen in de thema’s impact investing en asset allocatie. De bestaande literatuur bleek niet toereikend voor het beantwoorden van alle onderzoeksvragen, middels empirisch onderzoek zijn de leemtes gevuld en nieuwe inzichten verkregen.

Aangezien impact investing een relatief nieuw onderzoekveld betreft en veel van de bestaande onderzoeken kwalitatief zijn ingestoken is kwalitatief onderzoek de geëigende onderzoeksmethode voor het empirisch onderzoek. Veelgebruikte methoden voor kwalitatieve datacollectie zijn tekstanalyse en interviews (Clark, et al. 2021). De tekstanalyse methode is in de literatuurstudie toegepast, interviews worden gebruikt ter invulling van het empirisch onderzoek.

Uit de analyse van de interviews bleek dat er op een aantal vragen geen eenduidig antwoord te formuleren is. Er is daarom een extra onderzoeksmethode ingezet, het expertpanel. Op basis van de literatuurstudie en interviews is een aantal voorlopige conclusies geformuleerd die met een expertpanel verder gevalideerd en aangevuld is.

4.2 Kwalitatief onderzoek

4.2.1 Tekstanalyse

Na vaststelling van de onderzoeksvragen, zie hoofdstuk 1, is gestart met een literatuurstudie. Vanuit een deductieve benadering, is op basis van bestaande publicaties getracht om, de onderzoeksvragen waar mogelijk te beantwoorden (Clark, et al. 2021).

Input voor de tekstanalyse is breed verworven, waarbij gestart is met het vaststellen van zoektermen voor relevante wetenschappelijke en praktijkpublicaties. Op basis van deze zoektermen zijn (wetenschappelijke) databanken en online databases doorzocht. Gevonden literatuur (wetenschappelijke onderzoeken, scripties en praktijkpublicaties) is uitvoerig bestudeerd, samengevat en heeft als input gediend voor de twee theoretische hoofdstukken.

In de literatuurstudie is extra aandacht besteed aan het thema impact investing, omdat dit een meer onontgonnen vakgebied is. Niet alle onderzoeksvragen bleken te beantwoorden op basis van literatuurstudie, er is dus onomstotelijk noodzaak tot empirisch onderzoek.

Op basis van de literatuur is een voorzichtige aanwijzing ter bevestiging van de gedeponeerde verwachting gevonden:

Allocatie naar impact investing volgt niet uit toepassing van traditionele asset allocatiemodellen.

Een beter beeld bij de praktijk beantwoordt idealiter de openstaande onderzoeksvragen en bevestigt of ontkent de gedeponeerde verwachting. Empirisch onderzoek zou daarmee de basis kunnen leggen voor nieuwe theorievorming.

4.2.2 Empirisch onderzoek

Het empirische onderzoek zal deels toetsend (toetsing bestaande theorie) en deels verkennend ingezet worden. Daarmee zal het zowel kenmerken van deductief onderzoek (toetsing bestaande theorie) als inductief onderzoek (bijdragen aan nieuwe theorievorming) hebben (Clark, et al. 2021).

Ter uitvoering van het empirisch onderzoek zal gebruik worden gemaakt van interviews. Interviews zijn een passende methode voor verkennende onderzoeken, omdat het doel het begrijpen van de praktijk is (Flowerdew & Martin, 2005). Door de inzet van interviews wordt de respondent niet beperkt in de beantwoording of in een bepaalde richting gedreven en wordt het risico dat zaken die relevant zijn buiten beschouwen blijven verkleind (Flowerdew & Martin, 2005).

Voor de uitvoering van gedegen interviews, is kennis van eerdere onderzoeken essentieel (Clark, et al. 2021; Flowerdew & Martin, 2005). De uitgevoerde, grondige, literatuurstudie dient als input en basis voor de interviews. Dit geldt met name ten aanzien van de toetsing van de bestaande theorie, zoals de geformuleerde definitie van impact investing.

4.3 Interviews

4.3.1 Respondentenselectie

In de respondentenselectie is bewust gekozen voor een representatieve selectie (Flowerdew & Martin, 2005). Ter beantwoording van de onderzoeksvragen is het van belang respondenten te selecteren die kennis hebben van impact investing en daadwerkelijk bij de allocatie naar en invulling van impact investing betrokken zijn.

De respondentenselectie is gestart vanuit het literatuuronderzoek en de eigen praktijkkennis. Op basis van publicaties, zoals het rapport 'Dutch Pension Fund Impact Investments', van de 'Stichting Netherlands Advisory Board on Impact Investing' zijn pensioenfondsen en verzekeraars geselecteerd die actief zijn in impact investing.

Deze lijst is aangevuld op basis van de eigen praktijkkennis met partijen waarvan bekend is dat deze actief zijn in impact investing. Dit heeft geresulteerd in een ‘hit list’ van achttien partijen die benaderd zijn voor interviews en tien daadwerkelijke respondenten.

Doelstelling was daarbij om in contact te komen met de eindbelegger en niet de tussenpartij of vermogensbeheerder. Daarbij is uitdrukkelijk gezocht naar personen die betrokken zijn bij zowel impact investing als asset allocatie. Door deze uitdrukkelijke vereiste was het, wanneer deze expertises binnen een organisatie/respondent gespreid zijn over meerdere personen, soms nodig om meerdere personen bij één partij te spreken.

Er is getracht een zo evenredig mogelijke verdeling tussen pensioenfondsen en verzekeraars te waarborgen. Na tien interviews bleek op veel onderwerpen verzadiging op te treden, men was het unaniem eens of had consistent conflicterende opinies.

Dit heeft geresulteerd in de volgende, geanonimiseerde, respondentenlijst.

Tabel 2: Respondentenlijst

	Type institutionele belegger/respondent	Aantal geïnterviewden	Referentie in CRP
1	Pensioenfonds	1	Pensioenfonds 1
2	Pensioenfonds	1	Pensioenfonds 2
3	Pensioenfonds	1	Pensioenfonds 3
4	Verzekeraar	2	Verzekeraar 1
5	Verzekeraar	2	Verzekeraar 2
6	Pensioenfonds	2	Pensioenfonds 4
7	Pensioenfonds	2	Pensioenfonds 5
8	Verzekeraar	1	Verzekeraar 3
9	Verzekeraar	2	Verzekeraar 4
10	Pensioenfonds	1	Pensioenfonds 6

Bron: Eigen bewerking (2023)

4.3.2 Opzet

Voorafgaand aan de interviews heeft een zoektocht naar de juiste deelnemer, werkzaam bij betreffende respondent, plaatsgevonden. Hiertoe is elke organisatie (direct dan wel via contactpersonen uit het netwerk van auteur, het netwerk van collega's of via koude acquisitie) per e-mail benaderd. In deze e-mail is een overzicht gegeven van de topics die in het interview aan bod komen, om de kans te vergroten dat de juiste deelnemer geselecteerd werd.

Deze topiclijst zag er als volgt uit:

- Definitie impact investing: betreft vragen over de eigen definitie van en opinies ten aanzien van impact investing;
- Asset allocatie: betreft vragen ten aanzien van de asset allocatie (de wijze van uitvoering van allocatiestudies en het gebruik van allocatiemodellen);
- Impact investing in de asset allocatie: vragen bezien op de wijze waarop kapitaal wordt gealloceerd naar/vrijgemaakt voor impact investing;
- Invulling impact investing: onderzoekt de wensen en eisen ten aanzien van de invulling van impact investing.

Er is bewust niet meer informatie ontsloten om het interview niet te veel te sturen.

Ter voorbereiding op de interviews heeft een documentanalyse plaatsgevonden op publiekelijk beschikbare beleidsdocumenten van de organisatie waar de geïnterviewde werkzaam is. Dit betrof veelal beleggingsbeleid, maatschappelijk verantwoord ondernemen beleid en eventuele specifieke publicaties ten aanzien van impact investing. De mate van detail in deze stukken verschilde aanzienlijk per institutionele belegger. Gezien de wens tot vertrouwelijke behandeling van de meeste respondenten zijn deze documenten niet terug te vinden in de literatuurlijst.

De interviews zijn semigestructureerd ingestoken, er is gewerkt met een interviewschema (Clark, et al. 2021). Naast de structuur is er eveneens ruimte gelaten voor aanvullende onderwerpen (Flowerdew & Martin, 2005). Doel was het interview zoveel als mogelijk als een gesprek/dialogoog te laten plaatsvinden. Er is dan ook gebruik gemaakt van openvragen, niet te veel gestuurd en de geïnterviewde de ruimte gegeven om daadwerkelijk zelf antwoorden te formuleren. De interviews zijn op deze wijze vormgegeven om uitgebreide en gedetailleerde antwoorden, en daarmee zoveel mogelijk informatie, te vergaren.

De interviews hebben veelal als individuele of duo interviews (in het geval van meerdere geïnterviewden per respondent) plaatsgevonden. Interviews vonden plaats via Teams, waarbij de camera ten alle tijden aan was. Deze wijze van interviewen zorgde voor een lagere belasting van geïnterviewden en verhoogde daarmee de bereidheid tot deelname. Uiteraard kleven er ook nadelen aan het gebruik van Teams, zo is het lastiger om non-verbale communicatie accuraat waar te nemen en is het makkelijker voor geïnterviewden om op het laatste moment af te zeggen¹⁷ (Clark et al, 2021).

Interviews namen circa 45-60 minuten per organisatie in beslag en vonden in de periode juli – september 2023 plaats.

Elk interview werd gestart met een kennismaking, gevolgd door een formele aftrap waarbij toestemming werd gevraagd voor het opnemen van het interview en het bij naam noemen van de organisatie. Elk interview eindigde met de vraag of geïnterviewden nog iets wilden toevoegen of aanvullend aan bod wilden laten komen. Omdat het een onontgonnen onderzoeksveld betreft, is het belangrijk te verifiëren of er zaken niet zijn onderzocht die er volgens de geïnterviewden wel toedoen (Flowerdew & Martin, 2005).

Tussen het tweede en derde interview is de volgorde van het interviewschema geanalyseerd. Qua inhoud waren geen aanpassingen nodig, omdat de vragen een goed en volledig beeld van de praktijk leken te geven.

¹⁷ Dit laatste heeft gelukkig niet plaatsgevonden.

4.3.3 Interviewschema

Het interviewschema is opgebouwd uit vier thema's en achttien vragen (zie tabel 3), waarbij zeven vragen aangemerkt zijn als vragen die minimaal aan bod moeten komen.

De volgorde van het interviewschema is niet strikt en er kan van worden afgeweken als het gesprek anders loopt. Bovendien is er ruimte gelaten voor het stellen van aanvullende vragen, die niet in het interviewschema zijn opgenomen, wanneer daartoe aanleiding was.

De gehanteerde interviewvragen zijn gebaseerd op de onderzoeksvragen die centraal staan in dit research paper.

Voor vragen waar op basis van de literatuur reeds antwoorden zijn gevonden, worden interviews gebruikt om te onderzoeken of geïnterviewden deze visie delen (zie in de kolom aandachtspunten de elementen waarvan, op basis van de literatuur, verondersteld wordt dat deze terugkomen in gegeven antwoorden). Ten aanzien van de andere onderzoeksvragen worden meer verkennende vragen gesteld.

Tabel 3: Interviewschema

Thema	Vragen ¹⁸	Aandachtspunten ¹⁹
Definitie impact investing	Hoe definieert u impact investing?*	<p><i>Op basis van literatuur verwachtte kenmerken:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Componenten financieel en sociaal rendement • GIIN • Intentionaliteit / Meetbaar / Additionaliteit <p><u>Onderzoeksvraag:</u> Wat is impact investing?</p>
	Sinds wanneer bent u actief in impact investing?	
	Waarom bent u actief in impact investing?	Intrinsiek of extern gemotiveerd
	Kenmerkt u zichzelf als impact first of finance first? En waarom?	<p><i>Op basis van literatuur:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Institutionele beleggers inderdaad finance first?
	Ziet u impact investing als een aparte asset class?*	Waarom wel of niet?
		<u>Onderzoeksvraag:</u> Is impact investing een separate asset class?
Asset Allocatie	Hoe bepaalt uw organisatie haar asset allocatie?*	<p><i>Op basis van literatuur:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> • Komen begrippen als ALM en MPT terug? <p><u>Onderzoeksvraag:</u> Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?</p>
	Wie voert de asset allocatie studie uit?	Intern of extern?
	In hoeverre wijkt u in de praktijk af van de uitkomsten van de asset allocatie studie?	Bijvoorbeeld door over de uitkomsten negatieve uitsluitingen te leggen of af te wijken ten gunste van positieve impact investeringen
	Hoe worden afwegingen ten aanzien van het afwijken van de strategische allocatie gemaakt?	Besluitvormingsproces/governance
	Is het proces/de wijze van opstellen van de strategische asset allocatie in de recente geschiedenis gewijzigd?	Ofwel is er een afwijking gemaakt op bijvoorbeeld ESG factoren of impact investing te integreren?
	Zijn er aspecten die u belangrijk vindt maar die niet in de theoretische modellen passen?	

¹⁸ Vragen met een asterisk zijn aangemerkt als vragen die minimaal beantwoord moeten worden.

¹⁹ In de laatste kolom zijn cursief (deductieve) kenmerken op basis van de literatuur opgenomen. Niet-cursief, betreft hier duiding van de vraag of vervolgvragen.

Impact Investing in de asset allocatie	Hoe heeft u uw allocatie naar impact investing bepaald?*	Volgt dit uit de traditionele allocatiemodellen of wordt dit op een andere wijze bepaald? <u>Onderzoeksvraag:</u> Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?
	In hoeverre wijkt u af van de optimale asset allocatie om impact te maken? De traditionele asset allocatiemodellen lijken met name financiële risico's, financieel rendement, diversificatie en asset ten opzichte van verplichtingen te wegen. In hoeverre past impact investing in uw optiek, in deze modellen?	Vervolg vraag: zou u voorstander zijn van het integreren van impact investing in deze modellen? <u>Vervolg vraag 1:</u> Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?
Invulling van impact investing	Hoe vult u impact investing in?*	<i>Wijze van invullen op basis van de volgende kenmerken:</i> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Asset class</i> • <i>Geografisch</i> • <i>Thema's & sector</i> • <i>SDG's</i>
	Welke wensen en eisen stelt u ten aanzien van de invulling van impact investing?*	<i>Op basis van de literatuur:</i> <ul style="list-style-type: none"> • <i>SFDR 9</i> • <i>Minimaal financieel rendement</i> <u>Onderzoeksvraag:</u> Welke wensen en eisen hebben institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van impact investing?
	Welke criteria gebruikt u in de beoordeling van impact investing? Tegen welke uitdagingen loopt u aan bij de invulling van uw impact mandaat?*	<i>Zijn er inderdaad signalen dat de invulling lastig is door het vasthouden aan traditionele (risico, rendement, omvang en trackrecord) vereisten?</i>

Bron: Eigen bewerking (2023)

4.3.4 Transcriberen & coderen

Direct na elk interview zijn in Excel de eerste conclusies/bevindingen vastgelegd. Vervolgens zijn ten behoeve van de analyse alle interviews getranscribeerd. Er is hierbij gekozen voor woordelijk transcriberen, gezien uh's en ah's (ondanks hun indicatie van spanning of onzekerheid over een antwoord) niet relevant zijn voor de analyse, letterlijk transcriberen is daarmee niet noodzakelijk. Tevens is de kennismaking niet getranscribeerd, omdat daar geen inhoudelijke zaken besproken zijn. De transcripties zijn geanonimiseerd.

De transcripties van de interviews zijn, ten behoeve van de analyse, gecodeerd. Daarbij is gewerkt met het programma ATLAS.ti.

In de wijze van coderen is een onderscheid te maken in de openvragen ten behoeve van literatuurtoetsing en openvragen zonder toetsingscomponent. Voor de vragen met een toetsingscomponent is gebruik gemaakt van deductief coderen. Codes zijn daarmee vooraf bepaald, op basis van de literatuur. Uiteraard is dit uiterst zorgvuldig uitgevoerd en zijn genoemde relevante zaken waar vooraf geen code voor was bepaald eveneens meegenomen.

Voor de volledig openvragen is gebruik gemaakt van inductief coderen, gekeken is welke antwoorden frequent voorkwamen dan wel opvallende of nieuwe inzichten opleverden en daarmee een code vereisten. Deze inductief gevonden codes zijn vervolgens opgenomen in de codeboom. De complete codeboom is toegevoegd als bijlage ('Bijlage 2.a Codeboom impact investing in de asset allocatie').

De uitkomsten van de interviews en coderingsstag vormen de input voor de daadwerkelijke analyse. Hierbij is tevens gebruikt gemaakt van de analysetools die ATLAS.ti biedt. Middels de documententabel functie is geanalyseerd of en waar de verschillen en overeenkomsten in de respons tussen pensioenfondsen en verzekeraars zitten.

Met de Co-occurrence functie is onderzocht welke codes frequent in samenhang genoemd werden (zie 'Bijlage 2.b Co Occurance matrix met meest voorkomende co occurrences', voor de codes die meer dan vijfmaal in samenhang gevonden zijn).

4.4 Verantwoording

4.4.1 Datakwaliteit

Een onderzoek staat of valt met de kwaliteit van de data, dit geldt zowel voor de literatuurstudie als de interviews:

Datakwaliteit literatuurstudie

Doordat impact investing een vakgebied in opkomst is, is het aantal academische en theorie bouwende publicaties beperkt. Academische bronnen zijn daarmee niet altijd voldoende voorhanden. Auteur heeft getracht zoveel mogelijk gebruik te maken van academische bronnen van goede kwaliteit en heeft hier in de selectie van literatuur actief op geselecteerd. Waar gebruik is gemaakt van praktijkpublicaties, is getracht deze zoveel als mogelijk aan te vullen met academische bronnen, dan wel te valideren middels deductieve toetsing in het empirische onderzoek.

Datakwaliteit interviews

De kwaliteit van vergaarde informatie uit interviews neemt af als niet de juiste persoon aan tafel zit/de geïnterviewde niet over voldoende kennis beschikt. Dit is getracht te voorkomen door het expliciet benoemen van de vereiste kennis van geïnterviewden (betrokken zijn bij zowel impact investing als asset allocatie) en het vooraf delen van een topic lijst.

Tijdens het interview bestaat het risico op sociaal wenselijke antwoorden en dus een lagere validatie. Het is daarom belangrijk een vertrouwde setting te creëren waarin geïnterviewde vrij kan spreken. De interviewer heeft getracht zich zo neutraal mogelijk te positioneren om geïnterviewden zo min mogelijk te beïnvloeden.

Interviewopnames waren allen van voldoende kwaliteit voor transcriptie. Transcripties zijn niet door geïnterviewden gereviewd, bewerkt of aangepast.

4.4.2 Consistent, accuraat & navolgbaar

Consistent, accuraat en navolgbaar zijn de drie belangrijkste criteria voor sociaal onderzoek (Clark, et al. 2021).

Uitkomsten zijn consistent, en daarmee betrouwbaar, als bij herhaaldelijk uitvoeren van het onderzoek onder dezelfde omstandigheden, dezelfde resultaten verkregen worden (Clark, et al. 2021). Door het sociale karakter van interviews en de dialogen die ontstaan, is elk interview anders en niet volledig repeteerbaar (Flowerdew & Martin, 2005).

Er is getracht interviews zo consistent mogelijk te maken door in elk interview met hetzelfde interviewschema te werken. Bovendien zijn sommige vragen herhaaldelijk, maar in een andere vorm, gesteld om te toetsten of vergelijkbare antwoorden worden gegeven. Dit verhoogt de betrouwbaarheid van antwoorden en kan gezien worden als een vorm van (interne) validatie (Flowerdew & Martin, 2005).

Ter verhoging van de accuraatheid van de respons is selectie van de juiste geïnterviewde essentieel (reeds behandeld in voorgaande paragrafen). Tevens is gebruikgemaakt van begripsvalidatie, door het stellen van toets-vragen naar aanleiding van gegeven antwoorden.

De navolgbaarheid van het onderzoek is door het opnemen van de interviews, het transcriberen van de interviews en het uitwerken van de onderzoeksmethoden, in dit methodologie hoofdstuk, geborgd.

4.4.3 Triangulatie

Triangulatie wordt ingezet ter maximalisatie van het begrip van het onderwerp (Flowerdew & Martin, 2005). In dit onderzoek is een expertpanel ingezet als vorm van triangulatie.

Uit de analyse van de interviews bleek immers dat er op een aantal vragen geen eenduidig antwoord te formuleren was. Er is daarom een extra onderzoeksmethode ingezet, het expertpanel. Op basis van de literatuurstudie en interviews zijn een aantal voorlopige conclusies geformuleerd die met een expertpanel verder verkend en bediscussieerd is. Hiermee zijn de conclusies gevalideerd en aangevuld.

4.5 Expertpanel

Zoals onder 4.4.3 zijn met het expertpanel de voorlopige conclusies, als geformuleerd op basis van de literatuurstudie en interviews, gevalideerd en aangevuld.

Een expertpanel wordt ingezet om middels een open dialoog inzicht te verkrijgen in de opinies van experts ten aanzien van discussiepunten (Flowerdew, & Martin, 2005). Conclusies waar reeds consensus over aanwezig was zijn daarom niet ingebracht in het expertpanel, het expertpanel is uitsluitend gebruikt voor de conclusies waar geïnterviewde partijen conflicterende standpunten innamen.

Doel van het onderhavige expertpanel is daarmee, de voorlopige conclusies aan te vullen en te formaliseren.

4.5.1 Expertselectie

In de samenstelling van een expertpanel dient een vertegenwoordiging van de verschillende perspectieven op het onderwerp nagestreefd te worden (Flowerdew, & Martin, 2005).

Er is ingezet op een expertpanel bestaande uit drie experts. Met drie experts is er voldoende ruimte voor iedere experts om de eigen argumentatie en expertise op het onderwerp te delen en is er tevens voldoende mogelijkheid om verschillende disciplines aan tafel te krijgen.

Beoogd is een expertpanel met een academicus (voor inbreng van het academische standpunt) en twee praktijkexperts (om te borgen dat conclusies niet enkel theoretisch houtsnijden, maar ook praktisch uitvoerbaar zijn). Vervolgens is een expertsamenstelling beoogd met een vertegenwoordiging vanuit de disciplines 'impact investing' en 'asset allocatie'.

De experts geconsulteerd in het expertpanel zijn:

Aleksandar Andonov – Professor of Finance aan de Amsterdam Business School van de Universiteit van Amsterdam

Expertise: Asset allocatie, duurzame beleggingen en institutionele investeerders.

'Aleksandar's onderzoek richt zich op asset allocatie en levert een bijdrage aan begrip van asset managementbeslissingen van institutionele investeerders en de bredere economische, sociale en ecologische effecten' (Andonov, 2023).

Dirk Meuleman – CEO van Phenix Capital Group

Expertise: Impact investing en institutionele investeerders.

Phenix Capital Group is een leidend impact investing consultancy bedrijf. Dirk (en Phenix Capital) begeleidt en ondersteunt institutionele investeerders bij impact investing (Phenix Capital, 2023b).

Edwin Massie – Senior Consultant Pensions & Insurance bij Ortec Finance

Expertise: Asset allocatie, ALM en institutionele investeerders.

Ortec Finance biedt oplossingen voor risico en rendement management, waarmee zij investeerders in staatstellen hun investeringsbeslissingen te managen (Ortec Finance, 2023). Edwin ondersteunt pensioenfondsen bij het maken van strategische investeringsbeslissingen.

4.5.2 Opzet

Voorafgaand aan het expertpanel zijn de betrokken experts per mail benaderd met de vraag of zij bereid zijn mee te werken aan een expertpanel. In de mail is kort de achtergrond van het onderzoek beschreven en zijn de (voorlopige) conclusies opgenomen.

Na bevestiging van de bereidheid tot deelname van de drie genoemde experts, is het panel daadwerkelijk gepland.

Voorafgaand aan de expertpanelsessie hebben de experts een briefing ontvangen (zie ook 'Bijlage 3.a Briefing expertpanel 21 september 2023 - Impact investing in the asset allocation of (Dutch) institutional investors'). In deze briefing is de volgende informatie opgenomen:

- Doel van het expertpanel;
- Agenda;
- Een overzicht van de deelnemende experts;
- Achtergrond bij het onderzoek;
- Conclusies uit de interviews (consensus aanwezig);
- Voorlopige conclusies (geen consensus aanwezig);
- Conclusies te behandelen in het expertpanel;
- Vervolgstappen.

Het expertpanel heeft plaatsgevonden op donderdag 21 september 2023 en had een duur van 90 minuten²⁰. Het expertpanel vond plaats via Teams, het online hosten van het panel zorgde voor een lagere belasting van de experts en maakte het mogelijk hen allen op hetzelfde moment aan tafel te krijgen. Ondanks het online plaatsvinden van de meeting was de sfeer open en informeel en de interactie hoog. Het was geen sessie met losse statements, maar een daadwerkelijk gesprek over de inhoud van de voorlopige conclusies.

Het expertpanel startte met een welkom door auteur (tevens moderator van het expertpanel) en introductie van de experts. Vervolgens zijn de experts meegenomen in de achtergrond van het onderzoek en de (voorlopige) conclusies.

De conclusies die als input diende voor het expertpanel zijn één voor één op het scherm getoond (zie 'Bijlage 3.b Discussiedocument expertpanel 21 september 2023'), waarbij elk van de experts zijn visie en argumentatie deelde en waarna experts met elkaar in gesprek gingen over het betreffende onderwerp.

4.5.3 Verantwoording

Ook voor een expertpanel staat of valt de kwaliteit van de uitkomsten met de kwaliteit van de geselecteerde experts. Ondanks dat het expertpanel uit een kleine groep experts bestond, hebben de betrokken experts allen een hoog kennisniveau ten aanzien van het onderwerp en werd het hele onderzoeksspectrum beslagen door de aanwezige kennis. Hiermee heeft een productieve en goed gefocuste discussie plaatsgevonden.

Voor de navolgbaarheid van het expertpanel is het panel opgenomen en getranscribeerd. Transcriberen borgt bovendien dat de details van de discussie worden vastgelegd voor analyse. Dit is waardevol gezien het aantal deelnemers, opinies en de dynamiek van de discussie. De opname is tijdens het schrijven van de expertopinie opnieuw afgespeeld om zo extra aandacht te vestigen op de interactie tussen de verschillende experts en de verschillende opinies goed te positioneren en begrijpen.

Tot slot is de geschreven expertopinie gedeeld met de experts, waarbij hen de gelegenheid is gegeven eventuele onjuiste weergaven van de discussie te corrigeren. Er hebben geen correcties of aanpassingen plaatsgevonden.

4.6 Conclusie

Door de inzet van een drietal onderzoeksmethoden (literatuurstudie, interviews en het expertpanel) en hoogwaardige, representatieve respondenten is een gedegen en breed onderzoek uitgevoerd. Resultaten zijn met een deskundig panel geëvalueerd om deze verder te valideren.

De volgende hoofdstukken geven de uitkomsten en analyse van de interviews en het expertpanel weer.

²⁰ De eerste 90 minuten waren alle drie de experts aanwezig en zijn de voorlopige conclusies besproken. Het laatste half uur is een aantal optionele thema's besproken met twee van de drie experts.

5. Follow the Money

5.1 Inleiding

Om een duidelijk en correct beeld te krijgen van impact investing in de praktijk van Nederlands institutionele beleggers is het van belang om met institutionele beleggers zelf in gesprek te gaan, ofwel terug te gaan naar de financieringsbron ('follow the money'). Dit hoofdstuk bevat een weergave en analyse van die gesprekken.

Het hoofdstuk is opgebouwd aan de hand van het interviewschema (zie 4.3.3). In het eerste deel wordt gekeken naar de definitie van impact investing in de praktijk (het thema 'definitie impact investing' uit het interviewschema). Vervolgens komt het thema 'asset allocatie' in het subhoofdstuk 'asset allocatie in de praktijk' aan bod. Gevolgd door 'impact investing in de asset allocatie' en 'invulling impact investing'.

In de subhoofdstukken worden algemene lessen en overeenkomsten geanalyseerd, maar ook de verschillen in opinies geduid. Waar mogelijk en nodig wordt bovendien onderzocht of op basis van de literatuur gevonden kenmerken terugkomen in de antwoorden van respondenten²¹ (zie het interviewschema onder 4.3.3 voor de vooraf geïdentificeerde aandachtspunten).

Hiermee wordt in dit hoofdstuk een antwoord gezocht op de volgende onderzoeksvragen:

1. *Wat is impact investing?*
2. *Is impact investing een separate asset class?*
3. *Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?*
4. *Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?*
5. *Welke wensen en eisen hebben institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van impact investing?*

5.2 Impact investing in de praktijk

5.2.1 Definitie

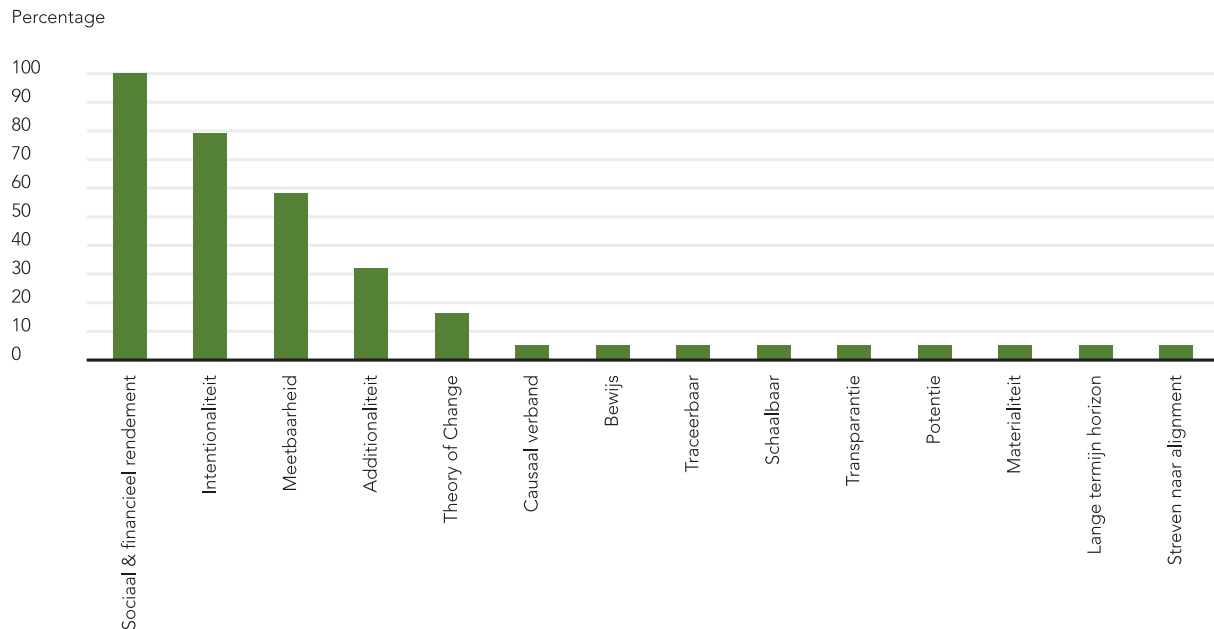
In hoofdstuk 2 is op basis van theoretisch onderzoek de GIIN-definitie overgenomen als leidende definitie voor dit research paper: *'Impact investeringen, zijn investeringen die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare, sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement'* (vrij naar Global Impact Investing Network, 2023a).

In deze definitie komen de drie, zoals in het theoriehoofdstuk (zie 2.2.2), geïdentificeerde vereisten/kernkenmerken terug: nastreven van een duale doelstelling (sociaal en financieel rendement); intentionaliteit en meetbaarheid.

²¹ Een respondent is een institutionele belegger, er zijn dus tien respondenten betrokken in dit onderzoek. Wanneer gerefereerd wordt aan een respondent gaat het om de gedragen opinie van de betreffende institutionele belegger. Er zijn per institutionele belegger/respondent soms meerdere personen geïnterviewd, wanneer het gaat om de opinie van een individuele geïnterviewde wordt dit aangegeven met geïnterviewde en niet zozeer met respondent.

Figuur 7 is een visuele weergave van de uitkomsten als gepresenteerd in tabel 1 en geeft weer hoe vaak bepaalde kenmerken (procentueel gezien) in de voor dit research paper gebruikte literatuur toegedicht werden aan impact investing.

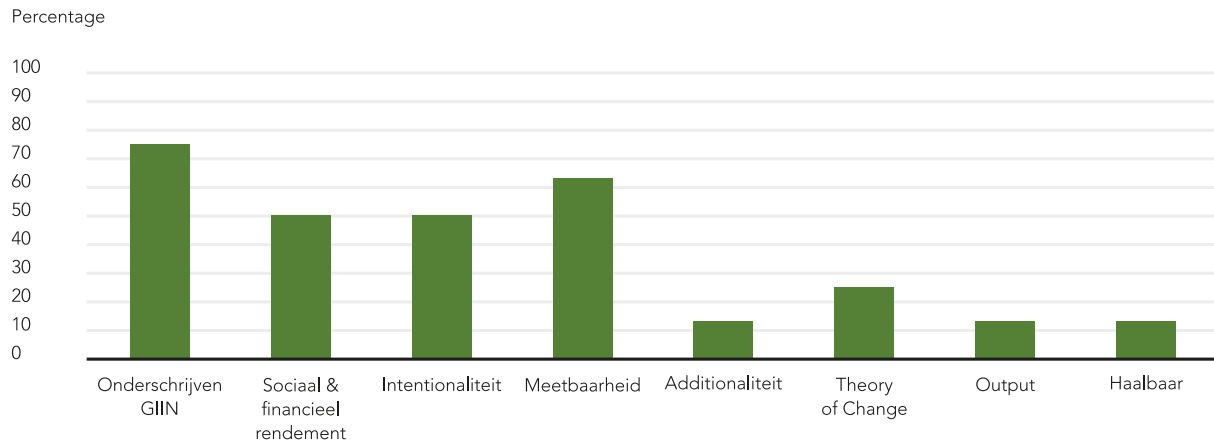
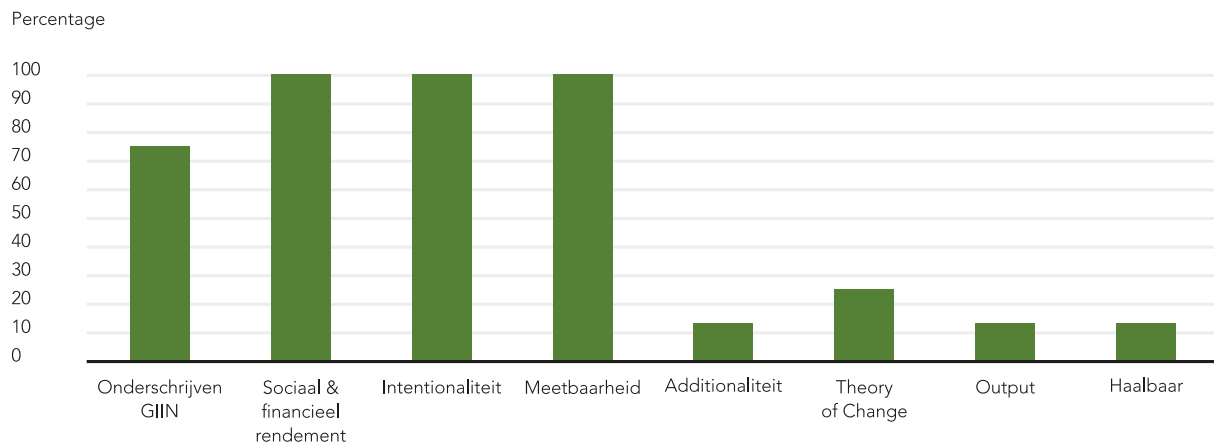
Figuur 7: Definitieanalyse op basis van literatuur



Bron: Eigen bewerking (2023), gebaseerd op: Agrawal (2019); Brest & Born (2013); Caseau & Grolleau (2020); Duiker et al. (2016); Duiker & van Til (2022); Geczy et al. (2021); Global Impact Investing Network (2023a); van Gool & Mijsberg (2019); Harvey et al. (2022); Hehenberger et al. (2019); Höchstädter & Scheck (2014); INREV (2020); Islam (2022); Jackson (2013); de Jong & Rocco (2022); Maarleveld & van der Peet (2019); Phenix Capital (2022); Schmidt (2023); Yasar (2021)

In de interviews is onderzocht of de drie kernkenmerken (nastreven van sociaal en financieel rendement; intentionaliteit en meetbaarheid) terugkomen in de antwoorden van respondenten. Respondenten is daarom gevraagd hun definitie van impact investing te delen. Figuur 8.a geeft de zuivere respons weer en laat zien in hoeveel procent van de interviews betreffende kenmerken van impact investing genoemd zijn. Percentages zijn bepaald op basis van acht interviews, aangezien twee geïnterviewde partijen nog geen definitie voor impact investing konden geven.

Het onderschrijven van de GIIN-definitie (in figuur 8.a) impliceert dat de drie kernkenmerken (nastreven van sociaal en financieel rendement; intentionaliteit en meetbaarheid) worden aangehangen, deze werden echter niet altijd los benoemd door respondenten. Om een volledig beeld te schetsen is de respons door auteur gecorrigeerd, daar waar GIIN onderschreven werd, zonder het separaat benoemen van de drie kernkenmerken, zijn de kernkenmerken alsnog aangevinkt in de responsmatrix (zie figuur 8.b). Figuur 8.b laat daarmee de gecorrigeerde respons zien en geeft aan in hoeveel procent van de interviews bepaalde kenmerken benoemd zijn (na de gemaakte GIIN correctie).

Figuur 8.a: Empirische definitieanalyse**Figuur 8.b: Empirische definitieanalyse – gecorrigeerd**

Bron: Eigen bewerking (2023)

Alle in het onderzoek betrokken institutionele beleggers, degene zonder definitieve definitie daargelaten, gebruiken in hun definitie van impact investing de drie geïdentificeerde kernkenmerken. Opvallend is dat het kenmerk additionaliteit, dat in de literatuur geregeld terugkwam (Brest & Born, 2013; Duiker & van Til, 2022; van Gool & Mijsberg, 2019; INREV, 2020; de Jong & Rocco, 2022; Phenix Capital, 2022), door slechts één van de geïnterviewde partijen expliciet genoemd werd als onderdeel van hun definitie. Dit betrof alleen Pensioenfonds 3, zij gaven aan *‘dat definiëren we onder de GIIN-definitie. Dus dat is intentioneel, meetbaar en additioneel’*. Daarmee zoeken zij nog aansluiten bij de ‘oude’ GIIN-richtlijn. Dit blijkt ook uit de respons van Pensioenfonds 6: *‘het woord additionaliteit is daaruit geschrapt ... GIIN heeft additionaliteit geschrapt, dus daarom hebben wij dat ook gedaan’*.

Het niet opnemen van additionaliteit in de definitie lijkt ingegeven door de complexiteit omtrent additionaliteit (zie ook uitdagingen onder 5.5.3). Pensioenfonds 1 merkte hieromtrent op: *‘als je heel strikt naar definities gaat kijken en je hebt het over additionaliteit dan wordt hij daar best wel spannend. Want zou de investering anders niet zijn gemaakt? Waarschijnlijk wel? Dus is het dan daadwerkelijk impact?’*

Ook Verzekeraar 3 stelt zich op dit standpunt: *‘De term additioneel die komt daar om de hoek. Een lastig begrip overigens ... het is pas additioneel als het niet zou gebeuren als jij het niet zou doen Als er twee beleggers zijn die dat uitgangspunt aanhangen en ze zouden het allebei willen doen, maar omdat die ander het ook wil doen is het dan geen impact?’*

Gelijk aan de definitieanalyse op basis van de literatuur, voegen sommige respondenten unieke elementen toe aan hun definitie (haalbaar, output, Theory of Change). Net als in de literatuur valt ook in de unieke elementen genoemd door respondenten geen rode draad te ontdekken.

Aangezien de geïdentificeerde kernkenmerken breed gedragen worden door respondenten, bepleit auteur dat de in dit research paper aangenomen definitie van impact investing daadwerkelijk leidend zou moeten zijn.

Ofwel: Impact investeringen, zijn *‘investerings die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare, sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement’* (vrij naar Global Impact Investing Network, 2023a) en voldoen aan drie vereisten (ook wel kernkenmerken):

- Een duale doelstelling, het nastreven van zowel financieel als sociaal rendement;
- Intentionaliteit, een duidelijk van tevoren beoogde intentie om impact te maken;
- Meetbaar, het meten van de gemaakt impact.

Opvallend, en op basis van de theoretische verkenning enigszins onverwacht, is het ontstaan van sub-definities. Meerdere respondenten maken een onderscheid tussen impact light en ‘echte impact’ ofwel indirect en directe impact, dit onderscheid is niet in de literatuur terug te vinden. Waar bij impact light/indirecte impact een minder strenge definitie wordt gehanteerd dan bij directe/‘echte’ impact investeringen. Dit onderscheid krijgt verder kleuring in de komende paragrafen.

Wat tevens opvalt in de empirische definitieanalyse is dat er respondenten zijn met een allocatie naar impact investing of beleggingen in impact investing, zonder dat zij een definitie van impact investing hebben vastgesteld. Beide signaleringen (ontstaan sub-definities en een allocatie zonder definitie) onderschrijven het belang van een eenduidige definitie voor impact investing.

5.2.2 Momentum en motivatie

De meeste in het onderzoek betrokken institutionele beleggers zijn circa vijf jaar actief bezig met impact investing²². Overigens is hierbij een onderscheid te maken tussen impact light en het vaststellen van kwantitatieve doelen. Impact light wordt vaak al langer gemaakt, het vaststellen van kwantitatieve doelen op impact investing is een recentere ontwikkeling.

De keuze om te starten met impact investing is extern of intern gedreven. Bij externe motivatie blijkt de impuls te komen vanuit de markt, concurrenten doen het ook, of vanuit deelnemers en verzekeren.

²² Vijf institutionele beleggers circa vijf jaar, twee korter en drie langer.

Intrinsieke motivatie komt veelal van een bestuur dat verantwoording wil nemen en wil bijdragen aan een betere wereld. Een tweede, specifiek door verzekeraars genoemde, intrinsieke motivatie hangt samen met de historie en het bedrijfsmodel van verzekeraars.

Vooraf deze laatste component is interessant, verzekeren is ontstaan vanuit een sociaal gedachtegoed en veel verzekeraars zijn (van origine) coöperaties. Zo gaf Verzekeraar 1 bijvoorbeeld aan: *'... is natuurlijk een coöperatie en is vanuit sociaal aspect ooit begonnen ... het sociaalmaatschappelijke en duurzame zit daarmee in het hele bedrijf'*. Impact investing ligt daarmee dicht bij de kern van verzekeraars en is veelal intrinsiek gedreven. Bovendien, zoals ook in paragraaf 2.3.1 bleek uit de publicatie van Nijhof & de Bruin (2021), snijdt het mes voor verzekeraars aan twee kanten. Door bij te dragen aan maatschappelijke vraagstukken worden mogelijke risico's gemitigeerd en de daaruit voortvloeiende, toekomstige schadelasten beperkt.

Op basis van de literatuurstudie (Hand, et al. 2022; INREV, 2020; Islam, 2022; Maarleveld & van der Peet, 2019 - zie ook: 2.2.1) was de verwachting dat de introductie van SDG's eveneens een motivator voor institutionele beleggers is geweest om te starten met impact investing. In het empirische onderzoek werd deze reden slechts eenmaal benoemd, de verwachting op basis van de literatuur is daarmee niet bevestigd.

5.2.3 Financieel versus sociaal rendement

In de literatuur (Brest & Born, 2013; Caseau & Grolleau, 2020; van Gool, 2019; Hehenberger, et al. 2019; Höchstädter & Scheck, 2014; Thirion, et al., 2022; Yasar, 2021) wordt een onderscheid gemaakt tussen finance first en impact first investeerders (zie ook 2.2.4). Echter bleek tijdens de interviews dat men in de praktijk een derde variant ziet, financieel en sociaal rendement op gelijke voet.

Op basis van de fiduciaire verantwoordelijkheid van institutionele beleggers is in paragraaf 2.3.3 de verwachting gedeponereerd dat Nederlandse institutionele beleggers een finance first benadering hebben (De Nederlandsche Bank 2015; De Nederlandsche Bank, 2018; Sociaal Economische Raad, 2018). Geen van de geïnterviewde institutionele beleggers identificeert zichzelf als volledig impact first²³. Pure impact blijkt lastig omdat er wordt belegd met geld van pensioendeelnemers en polishouders. Ook de fiduciaire verantwoordelijkheid werd hier actief benoemd.

Vervolgens is een gelijke verdeling over finance first en financieel en sociaal rendement op gelijke voet te zien (vijf om vijf). De verdeling over deze twee categorieën is gelijkmatig, zowel voor de totale groep respondenten, als binnen de groepen verzekeraars (twee om twee) en pensioenfondsen (drie om drie).

Respondenten die financieel en sociaal rendement op gelijke voet waarderen, geven aan het ene rendement expliciet niet boven het andere te plaatsen. Wel streven zij veelal een minimale financiële rendementseis (marktrendement) na of geven zij aan dat sociaal niet ten koste mag gaan van financieel rendement.

²³ Eén van de respondenten heeft separaat een kleine allocatie naar impact first vastgesteld.

De genoemde redenen hiervoor zijn gelijk aan de eerder in deze paragraaf genoemde redenen: de fiduciaire verantwoordelijkheid en het beleggen met pensioengelden en verzekeringspremies.

Ondanks de eigen kwalificatie van respondenten bepleit auteur dat ook de respondenten die aangeven financieel en sociaal rendement op gelijke voet te waarderen, feitelijk finance first investeerders zijn. Op basis van de theoretische uiteenzetting onder 2.2.4 zijn partijen die finance first aanhangen in principe niet bereid om financieel rendement op te geven om sociale doelstellingen te behalen (Brest & Born, 2013) in verband met hun fiduciaire verantwoordelijkheid (Thirion, et al. 2022; Yasar, 2021). Dit is gelijk aan de redenatie die geïnterviewde institutionele beleggers opvoeren als zij bepleiten financieel en sociaal rendement op gelijke voet te plaatsen. Deze partijen geven immers ook aan dat sociaal rendement niet ten koste mag gaan van financieel rendement in verband met hun fiduciaire verantwoordelijkheid.

5.2.4 Impact investing als asset class

De literatuur lijkt ontkennend te antwoorden op de vraag: *'is impact investing een separate asset class?'* De verzekeraars die onderdeel uitmaakten van dit onderzoek zijn het er ook over eens dat impact investing geen separate asset class is, maar een manier van investeren of een strategie die toe te passen is binnen bestaande asset classes.

De pensioenfondsen in het onderzoek waren meer verdeeld. Een deel van hen ziet impact investing als een strategie die te integreren is in bestaande asset classes (veelal werd gesproken over een impactmandaat binnen een bestaande asset class of impact maken binnen bestaande mandaten).

Het andere deel positioneert impact investing wel als separate asset class. Echter bleek in de toelichting van deze respondenten veelal dat het mandaat alsnog wordt ingevuld middels een asset class²⁴ die reeds bestaat binnen het beleggingsuniversum, maar waar betreffende institutionele belegger nog niet in belegd is of zonder impactkwalificatie niet in wil beleggen. Ook hier maakten respondenten notie van impact light versus 'echte' impact. Waar de 'echte' impact door pensioenfondsen eerder als separate asset class wordt gepositioneerd dan impact light.

Auteur bepleitte in paragraaf 2.2.5 en subhoofdstuk 2.4 reeds dat impact investing meer een strategie binnen bestaande asset classes leek, dan een separate asset class. Op basis van de gesprekken met tien pensioenfondsen en verzekeraars is auteur verder overtuigd geraakt van dit standpunt. Om dit standpunt verder te staven wordt deze als voorlopige conclusie ingebracht in het expertpanel.

²⁴ Private debt werd meermaals genoemd.

5.3 Asset allocatie in de praktijk

5.3.1 Vaststellen strategische asset allocatie

Waar impact investing een nieuwe praktijk is en werkwijzen verschillen, is het vaststellen van de strategische asset allocatie gemeengoed onder Nederlandse institutionele beleggers. Antwoorden van de geïnterviewde institutionele beleggers kwamen hier dan ook in hoge mate overeen.

Op basis van de interviews blijkt dat respondenten veelal starten met het identificeren van de asset classes in het beleggingsuniversum. Vervolgens wordt vastgesteld welke asset classes worden meegenomen in het strategische asset allocatieproces. Vaststelling welke asset classes worden meegenomen gebeurt volgens respondenten over het algemeen op basis van verwachte risicorendementsverhoudingen (nu en naar de toekomst toe), kosten, risicotolerantie, historische portefeuillesamenstelling, renteafdekking en investment beliefs (ofwel beleggingsovertuigingen). Daarnaast geven geïnterviewde verzekeraars aan rekening te houden met kapitaalvereisten die verbonden zijn aan beleggen in bepaalde asset classes.

Respondenten gaven verder aan dat op basis van deze selectie, een longlist wordt gevormd van asset classes die mee worden genomen in een ALM-studie. Alle respondenten onderschreven gebruik te maken van een ALM-studie in het vaststellen van de strategische asset allocatie. Kleine verschillen werden genoemd in de frequentie (uitvoering van de ALM-studie eenmaal per drie of vijf jaar) en uitbesteding (in-house of extern) van het ALM-proces.

De ALM-uitkomsten vormen volgens respondenten vervolgens de input voor het strategisch beleggingsbeleid, waarin de strategische asset allocatie vastligt. Hieruit volgen weer de mandaten per asset class. De ALM-uitkomsten worden overigens niet altijd één op één overgenomen in het beleggingsbeleid. Respondenten stellen het (lange termijn) strategisch beleggingsbeleid veelal langjarig vast, een deel van de respondenten herijkt het (korte termijn) beleggingsbeleid jaarlijks.

Respondenten gaven geregeld aan dat het ALM-model ‘maar’ een theoretisch model is en blijft, waar men niet blind op kan vertrouwen. Een theoretisch model heeft niet altijd de waarheid in pacht, houdt geen rekening met de beschikbaarheid van product en kan soms onwenselijke uitkomsten genereren.

Sommige respondenten die impact investing als onderdeel van een asset class zien, gaven aan in het beleggingsbeleid een verfijning aan te brengen waarin per asset class wordt aangegeven hoe mandaten vormgegeven worden.

5.3.2 Afwijken van de vastgestelde strategische asset allocatie

Ook met betrekking tot het afwijken van de vastgestelde strategische asset allocatie bleek de onderzoekspopulatie zeer eensgezind. Er wordt in principe niet afgeweken van de in het beleid vastgestelde allocatie, al kunnen marktbevingen wel voor een afwijking zorgen (aldus respondenten).

Hier bleek in het beleggingsbeleid overigens, waar mogelijk, rekening mee gehouden te worden door het opnemen van bandbreedtes per asset class of het vaststellen van een bepaalde toegestane afwijkingss marge in de investment guidelines. Een kleine marktbeving zorgt daarmee niet direct voor een afwijking van het beleid, grote onvoorziene marktomstandigheden zoals in 2022 zijn niet te voorkomen en niet direct op te anticiperen. Er werd eveneens aangegeven dat direct anticiperen zeer onverstandig zou zijn, omdat beleggingscategorieën zich niet allemaal in dezelfde fase van de cyclus bevinden.

Daarnaast gaven een aantal van de geïnterviewde pensioenfondsen aan tijd nodig te hebben om herbalancerings te effectueren, daarmee kan eveneens niet altijd de meest optimale portefeuille nagestreefd worden. Ook hier wordt in het beleggingsbeleid vaak notie van gemaakt of een ingroeipad voor opgenomen.

Afwegingen ten aanzien van afwijkingen van de strategische asset allocatie zijn daarmee, volgens respondenten, veelal in de governance (beleggingsbeleid of investment guidelines) verankerd.

5.3.3 Recente en benodigde wijzigingen asset allocatieproces

Geen van de respondenten maakte melding van recente wijzigingen in het asset allocatieproces. De verwachting²⁵, van auteur, was dat er mogelijk recent wijzigingen hadden plaatsgevonden om impact investing te integreren. Dit bleek niet het geval. Respondenten maakten wel melding van het toetsen van uitkomsten aan ESG-factoren en klimaatrisico-scenario's.

Ook de vraag of men nog aspecten mist in de asset allocatiemodellen werd meestal ontkennend beantwoord. De algemene teneur in de gesprekken was dat de asset allocatiemodellen al meer dan complex zijn.

5.4 Impact investing in de asset allocatie

5.4.1 Bepalen van de allocatie naar impact investing

Bij slechts twee respondenten volgt de allocatie naar impact investing uit het ALM proces. In beide gevallen komt dit doordat zij impact als een separate asset class zien/hebben meegenomen. Hierbij zijn de kenmerken van een bestaande asset class geprojecteerd op impact investing, of is vooraf bepaald in welke asset class men impact wil maken en is impact op die wijze meegenomen. Pensioenfonds 4, die deze werkwijze aanhangt, merkte op dat *'impact investing best gunstig uit de ALM-studie komt, door de diversificatie die het biedt'* (dit werd ook in de theorie verondersteld door Brandstetter & Lehner, 2015; Duiker, et al. 2016; de Jong & Rocco, 2022 – zie 2.2.5).

Bij de meeste partijen blijkt de allocatie naar impact investing niet modelmatig te worden onderbouwd. Veelal is men gestart vanuit een pragmatische benadering. Beter 'gewoon' beginnen met een kleine allocatie, dan alles modelmatig dichttimmeren.

²⁵ Speculatie, deze verwachting is niet gestaafd met theoretische bevindingen.

Een van de meest genoemde redenen waarom de allocatie naar impact investing niet gemodelleerd wordt, is dat impact investing momenteel te klein is om te modelleren. Bovendien is het volgens een deel van de respondenten (zie ook 5.2.4) geen separate asset class en kan het daarmee überhaupt niet uit de ALM volgen. Per asset class zou volgens hen onderzocht moeten worden of impact mogelijk is en in welke mate. Bij de invulling van de betreffende asset class zou dan een streefpercentage impact kunnen worden bepaald of een impactmandaat toegewezen kunnen worden.

Specifiek voor impact light geldt dat deze, volgens geïnterviewde partijen met een allocatie naar impact light, altijd onderdeel is van een bestaande asset class (veelal green bonds).

5.4.2 Afwijken van de optimale asset allocatie ten behoeve van impact investing

Voor de allocatie van kapitaal naar impact investing wordt volgens respondenten niet afgeweken van de ALM-uitkomsten. Dit komt, volgens respondenten, doordat de procentuele allocaties naar asset classes gerespecteerd worden en omdat er vervolgens binnen deze vastgestelde asset classes impact wordt gemaakt of gekozen wordt voor een impactoplossing.

Bovendien wordt de totale procentuele allocatie naar impact investing vastgelegd in het (strategische) beleggingsbeleidsplan. Respondenten bepleiten dat er daarmee geen sprake is van afwijking van de strategische asset allocatie dan wel het beleggingsbeleid.

De partijen die impact investing wel meenemen in de ALM-studie wijken eveneens niet af van hun optimale asset allocatie om impact te maken, omdat de allocatie daar voortkomt uit de ALM-studie.

5.4.3 Impact investing als onderdeel van traditionele allocatiemodellen

Analyse van de respons op de vraag of impact investing onderdeel zou moeten zijn van traditionele allocatiemodellen is zeer complex. Het enige waar men het over eens is, is dat dit een zeer lastige vraag is. Aan de ene kant bepleiten respondenten dat sociaal risico en rendement niet financieel te maken is, aan de andere kant bepleiten zij dat dit in de toekomst juist terug te zien zou moeten zijn in financiële risico's en rendementen (en niet als een losse as aan modellen toegevoegd moet worden).

Wat deze vraag bovenal complex maakt is dat er geen beeld valt te schetsen hoe dit überhaupt meegewogen zou kunnen worden. Naast de complexiteit van het waarderen van sociaal risico en rendement en de onduidelijkheid over wat er precies gemeten wordt, speelt hier eveneens de discussie of het al dan niet een asset class is.

Er wordt door respondenten bovendien geappelleerd aan de reeds bestaande complexiteit van de modellen. Het nog complexer maken van modellen is volgens hen onwenselijk, er wordt door een deel van de respondenten dan ook bepleit dat het beter is om impact te integreren in geselecteerde asset classes.

Respondenten onderschrijven dat de, huidige, pragmatische benadering niet houdbaar is bij groter wordende allocaties, impact zal dan toch een plek in proces moeten krijgen.

Pensioenfonds 6 gaf daarbij aan *“ik voel mij prettig bij het feit dat ik nu opereer in beleggingsparadigma wat goed onderbouwd wordt door de theorie ... en vind dus ook dat we onszelf moeten verplichten om een paradigma te bouwen waarin die impact volledig geïntegreerd is Nu zie je dus dat een allocatieproces echt volgtijdelijk en top-down is ... idealiter kom je aan een continue (allocatie) proces’*. Asset allocatie zou meer een continu proces moeten worden, met naast aandacht voor risico en rendement, integraal aandacht voor impact.

Verzekeraar 3 ziet integratie meer in de fase na de ALM: *‘Vroeger ging het om risico en rendement, nu gaat het ook om impact. Dat pleit ervoor impact mee te nemen, maar dat is dan niet zozeer in de ALM, maar vooral in wat daarna komt’*.

Auteur sluit zich aan bij het statement van Verzekeraar 3 en bepleit dat de meest logische, maar minder wetenschappelijke, oplossing is om eerst een allocatie naar asset classes op basis van de ALM te bepalen. En dan vervolgens per asset class te bepalen welk deel aangewend wordt om impact te maken. Deze oplossingsrichting zal verder bediscussieerd worden met het expertpanel.

5.5 Invulling impact investing

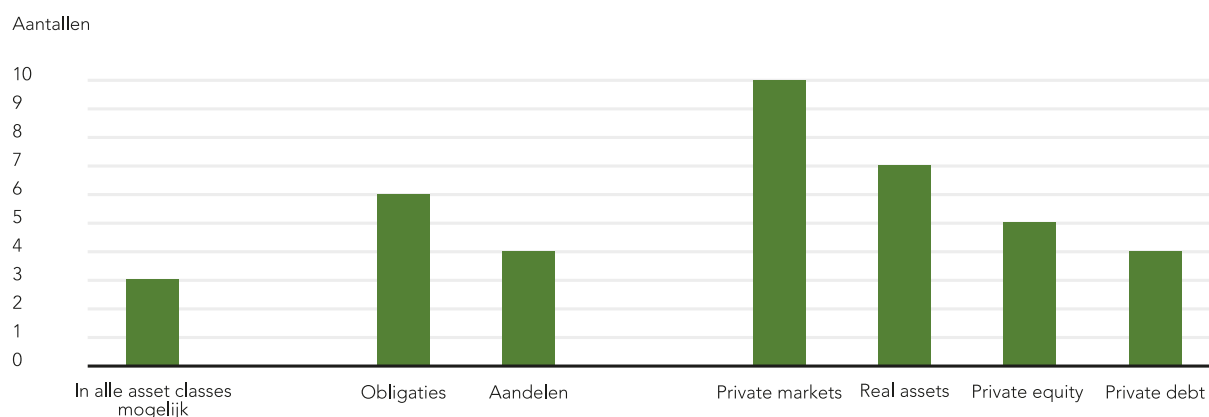
5.5.1 Invulling impact investing

De invulling van impact investing door respondenten is verkend op basis van een viertal aspecten: asset class; geografie; thema's & sector en SDG's.

Asset class

De respondenten is gevraagd middels welke asset class zij impact investing invullen. Figuur 9 geeft een overzicht van de gegeven antwoorden, de aantallen bezien op het aantal respondenten dat impact maakt middels de betreffende asset class. Te zien is dat een drietal respondenten aangeven, dat impact investing in alle asset classes te maken is.

Figuur 9: Invulling impact investing – asset classes



Bron: Eigen bewerking (2023)

Over de asset classes obligaties en aandelen bestond de meeste discussie. Zes en vier respondenten maken impact via respectievelijk obligaties en aandelen. Algemene toon was echter dat dit gezien wordt als een vorm van impact light. Aangegeven werd dat het moeilijker is directe en echte impact te maken via deze asset classes. Echter is hier volgens betreffende respondenten, met name aan de obligatiezijde met de green bonds, een goed belegbaar product beschikbaar.

Unanieme overeenstemming bestond over het maken van impact via private markets. Alle respondenten zien dit als een mogelijkheid om impact te maken, dit sluit aan bij de theorie (2.3.4). Onderliggend zijn er wel verschillen qua voorkeurs asset class, real assets werden iets vaker genoemd dan private equity en private debt.

Geografie

De meeste respondenten (acht van de tien) hebben een duidelijke voorkeur voor impact investeren in de thuismarkt (Nederland, zes en Europa, vijf). Wereldwijd werd eveneens vaak genoemd (door vijf van de tien respondenten). De hoge allocatie naar Nederlandse en Europese impact investeringen blijkt enerzijds ingegeven door de wens om in de thuismarkt te investeren en anderzijds door het aanbod. Meerdere respondenten gaven aan dat er meer en betere impact investeringsoplossingen in Nederland en Europa beschikbaar zijn, doordat deze geografische regio's voorlopen in de ontwikkeling van impact investing. Ook in de literatuur (Duiker & van Til, 2022; Höchstädter & Scheck, 2014; Islam, 2022; Smidt, 2023) werd een overweging naar ontwikkelde regio's en meer specifiek Europa gesignaleerd (zie ook 2.3.4).

Een specifieke allocatie naar emerging markets is onder de geïnterviewde institutionele beleggers nog beperkt, echter kunnen dit, volgens meerdere respondenten, wel interessante markten zijn om daadwerkelijk impact te maken.

Thema's & sectoren

Een deel van de respondenten belegt met haar impact investeringen specifiek in vooraf gedefinieerde thema's, deze thema's hangen volgens geïnterviewden veelal samen met de achterban of zijn gekoppeld aan de gekozen SDG's – waarbij de thema's veelal leidend zijn. Doordat deze thema's zo specifiek per institutionele belegger zijn vastgesteld worden deze hier niet verder geduïd.

Op basis van de literatuur (Islam, 2022; Jackson, 2013) bestond de verwachting dat er een duidelijke allocatie naar de sectoren energie, gezondheid en betaalbare huisvesting zou bestaan (zie ook 2.3.4). Ondanks dat deze sectoren zijdelings aan bod kwamen, lijkt er in de invulling van impact investing niet een expliciete voorkeur voor sectoren te bestaan. De sector waarin de investeerder actief is blijkt ook hier (net als in de literatuur) een indicatie voor de sector waarin impact gemaakt wordt.

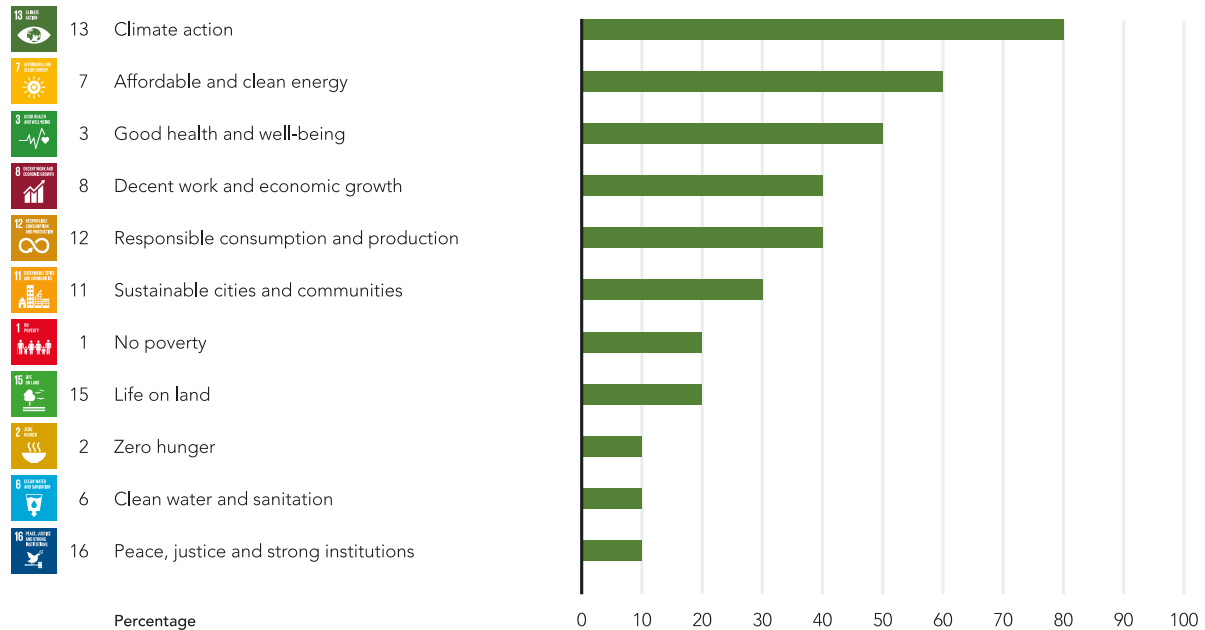
SDG's

Alle respondenten zijn bekend en werken met SDG's, niet alle respondenten koppelen dit overigens direct aan impact investing. De SDG die er het meest uitspringt is SDG 13 – Klimaatactie, vrijwel alle respondenten hebben deze SDG in hun scope.

Op de tweede plek komt SDG 7 – Betaalbare en duurzame energie en de top drie wordt gecomplementeerd door SDG 3 – Goede gezondheid en welzijn. Deze SDG 3 bleek vooral door verzekeraars met zorgverzekeringen in hun productpallet aangehangen te worden.

Hiermee laten de respondenten, ten aanzien van de aangehangen SDG's, een vergelijkbaar beeld zien met de literatuur (Wessemius-Chibrac & Vasquez, 2022). Ook hier kwamen SDG 13, 3 en 7 in de top vier voor²⁶ (zie ook – zie ook 2.3.4).

Figuur 10: SDG's in scope bij geïnterviewde institutionele beleggers



Bron: Eigen bewerking (2023)

Verrassend voor auteur was de relatief beperkte mate waarin SDG 11 – Duurzame steden en gemeenschappen genoemd werd. Vanuit de literatuur (Bikker-Bekkers, 2017; van Dijk, 2022; van Gool, 2019; INREV, 2020; Matthews, et al. 2017; Phenix Capital, 2022) bestond de verwachting dat deze SDG frequenter genoemd zou worden (zie ook kader 'impact investing met vastgoed'), in de interviews werd deze SDG echter beperkt aangehaald.

5.5.2 Wensen & eisen

De diversiteit in wensen en eisen die pensioenfondsen en verzekeraars hebben ten aanzien van impact investing is groot. Toch is er een aantal gemene delers gevonden, zijn er opvallende nieuwe inzichten verkregen en ontbrekende elementen geconstateerd²⁷.

²⁶ In de publicatie van Wessemius-Chibrac & Vasquez (2022) stond SDG 8 in plaats van SDG 7 in de top drie, onder de geïnterviewde partijen stond SDG 8 op positie vier (zie ook figuur 4).

²⁷ De vraag aangaande criteria uit het interviewschema is integraal onderdeel van dit antwoord. Gedurende de interviews bleken wensen en eisen en criteria in grote mate door elkaar te lopen en niet als onderscheidende segmenten te worden gezien.

Beoordelingskaders

Het gebruik van beoordelingskaders verschilt tussen respondenten. Er is een aantal respondenten die specifieke beoordelingskaders voor impact investing heeft ontwikkeld (dit blijkt los te staan van het al dan niet kwalificeren van impact investing als een separate asset class). Een specifiek beoordelingskader geeft volgens hen houvast en duidelijke richtlijnen. Aan de andere kant zijn er respondenten die het 'normale' beoordelingskader gebruiken, dit is uitsluitend te zien bij respondenten die impact investing zien als een strategie die binnen bestaande asset classes/mandaten toegepast kan worden.

Minimale rendementseis

In vrijwel alle gesprekken is het toepassen van een minimale rendementseis aan bod gekomen. Een drietal respondenten heeft daarbij aangegeven geen strikte minimale rendementseis te hanteren (veelal werden impact investeringen tegen hun peers afgezet).

De meeste respondenten (zeven van de tien) gaven aan een minimale rendementseis te hanteren. De rendementseis werd hier veelal gespiegeld aan het rendement van de betreffende asset class waarbinnen impact wordt gemaakt. Interessant is dat rendement veelal tegen risico wordt afgezet, er kan soms een lager rendement dan het markrendement worden geaccepteerd doordat er ook sprake is van een lager, gepercipieerd, risico.

SFDR 9

Respondenten zijn terughoudend met het stellen van SFDR 9 als een minimale vereiste. Het is in sommige gevallen wel een pre/wens (driemaal), maar slechts eenmaal een harde vereiste. Zo gaf Pensioenfonds 5 aan: *'dus het hoeft niet perse een SFDR 9 fonds te zijn'*, gaf Verzekeraar 1 aan *'Het is wel een pluspunt als ze 9 zijn, maar het is geen doel op zich voor ons'* en zei Verzekeraar 4: *'Maar we zien ook dat SFDR 9 dermate stringente of inflexibele eisen stelt dat het voor ons niet een absolute must altijd is.'*

Bij het stellen van SFDR 9 als een minimale vereiste werd een aantal risico's geïdentificeerd:

- Het risico op greenwashing;
- Het overhouden van een te beperkt aanbod aan belegbare producten;
- Geld alloceren naar investeringen die al donkergroen zijn, terwijl de echte impact zit in investeringen die van grijs naar groen gebracht worden.

Compliance van vermogensbeheerders en asset managers aan SFDR-regelgeving werd daarentegen wel als een belangrijke vereiste genoemd, het label wat de belegging vervolgens krijgt dus wat minder.

EU-Taxonomie / Do No Significant Harm

Meermaals genoemd in de interviews is ook het compliant zijn aan de EU-Taxonomie. Specifiek werd daarbij benoemd dat de impact investering op andere thema's moet voldoen aan het 'Do No Significant Harm' principe. Zo gaf Pensioenfonds 2 aan: *'Het moet een positieve impact maken, maar je mag ook geen significant harm doen.'*

Voor institutionele beleggers blijkt compliance aan wet- en regelgeving, en daarmee samenhangende rapportagevereisten, hoog op de agenda te staan, zodat ook zij op de juiste wijze aan toezichthouders kunnen rapporteren.

Intentionaliteit & Meetbaarheid

Zeer opvallend is dat intentionaliteit en meetbaarheid in deze context slechts zeer beperkt benoemd werden (beiden slechts tweemaal), terwijl alle respondenten met een definitie deze twee aspecten onderschrijven (5.2.1). Mogelijk wordt dit impliciet wel als eis gezien en is het enkel in de interviews niet als zodanig benoemd, desalniettemin lijkt het auteur logisch deze aspecten als duidelijke eis neer te zetten.

Thema's & SDG's

In de uitvraag naar wensen en eisen werd weinig aan geselecteerde thema's en SDG's gerefereerd. Dit is in lijn met de eerdere bevindingen aangaande de invulling van impact investing (5.5.1), SDG's zijn wel aanwezig maar niet de basis voor selectie van een impact investering.

Vernieuwende take-aways

Naast de hierboven uitgelichte wensen en eisen werden er nog circa vijftien wensen en eisen benoemd die specifiek voor de betreffende respondent golden (denk aan beloning, kosten, inflatiehedge en solvabiliteitsratio's/kapitaalbeslag). Twee van deze eenmalig benoemde eisen worden hier aanvullend opgenomen, omdat deze gezien hun praktische toepasbaarheid – volgens auteur – mogelijk voor alle institutionele beleggers interessant zijn om toe te voegen aan de wensen/eisenlijst:

- Toetsing op haalbaarheid van de impact ambitie en doelstelling;
- Het onderschrijven van de GIIN-definitie door de betreffende vermogensbeheerder of asset manager.

Met de eerste eis wordt door betreffende respondent geverifieerd of er niet te mooie verhalen worden verkocht en daarmee het risico op reputatieschade en greenwashing gemitigeerd. Met de tweede vereiste zorgt de betreffende institutionele belegger ervoor dat helder is dat vermogensbeheerders en asset managers impact investing gelijkelijk definiëren en aspecten als intentionaliteit en meetbaarheid gewaarborgd worden. Dit sluit aan bij de opmerking van een andere geïnterviewde dat het essentieel is dat fondsmanagers begrijpen waar institutionele beleggers naar opzoek zijn, een gelijke definitie hanteren is een mooie eerste stap.

Tot slot is een interessante, vaker gehoorde opmerking dat het stellen van te strenge eisen zorgt voor een te beperkt belegbaar universum (er is minder belegbaar product dan in traditionele categorieën, dat ook nog eens aan meer en strengere eisen moet voldoen).

5.5.3 Uitdagingen

Op basis van de literatuurstudie (zie verwijzingen naar betreffende publicaties middels voetnoten in tabel 4) is in het interviewschema, aangaande het thema uitdagingen, een aantal verwachte uitkomsten als variabele opgenomen. Deze zijn als deductieve codes in de codeboom opgenomen en betreffen: beschikbaar product; definitie; meetbaar; data en trackrecord. Vervolgens zijn er op basis van de gesprekken zes inductieve codes, die refereren aan bijbehorende uitdagingen, toegevoegd. Tabel 4 geeft een overzicht van de benoemde uitdagingen en door hoeveel respondenten deze benoemd zijn.

Tabel 4: Uitdagingen

Wijze van coderen	Uitdaging	Benoemd door aantal respondenten
Deductief	Beschikbaar product ²⁸	6
	Meetbaar ²⁹	5
	Definitie ³⁰	4
	Data ³¹	2
	Trackrecord ³²	1
Inductief	Green washing	7
	Intransparante en onvolwassen markt	5
	Relatief nieuw en onbekend	5
	Beperkt schaalbaar	3
	Additionaliteitsconcept	2
	Beperkt aandacht voor risicozijde	2
	Aggregeren van data	1

Bron: Eigen bewerking (2023)

Voor de deductief gevonden uitdagingen is reeds een toelichting opgenomen in hoofdstuk 3.3. De uitdagingen onder inductief, worden hieronder kort toegelicht.

Greenwashing

Volgens geïnterviewde institutionele beleggers is greenwashing veruit de grootste uitdaging, of misschien wel het grootste risico. In de co-occurrence analyse uitgevoerd met ATLAS.ti viel op dat dit risico geregeld in relatie tot SFDR 9 benoemd werd (zie 'Bijlage 2.b Co Occurance matrix met meest voorkomende co occurrences' voor de signalering van het frequent samen genoemd worden van Greenwashing en SFDR 9. Zie tevens 'Bijlage 2.c Co Occurance SFDR & greenwashing' voor de co-occurrence tabel met meer details ten aanzien van het samen voorkomen van SFDR 9 en Greenwashing). Met SFDR 9 worden alleen investeringen in donkergroene beleggingen gedaan, men bepleit dat de echte impact echter in de grijze of minder groene beleggingen te maken is (meer winst te behalen), ofwel *'slechte dingen minder slecht maken'* (aldus Verzekeraar 4).

Een andere component van greenwashing hangt samen met de veelheid aan definities, respondenten merken op dat definities door partijen worden aangepast om maar te kunnen zeggen dat er impact gemaakt wordt. *'Veel partijen spreken van impact, maar de conclusies en mate van impact verschillen, dat roept vragen op'* (vrij naar Verzekeraar 4).

De oproep van geïnterviewde institutionele beleggers is daarom om voorzichtig te zijn met het plakken van impact labels op bestaande producten.

²⁸ Brandstetter & Lehner, 2015; Chowdhry, et al. 2019; Duiker & van Til, 2022; INREV, 2020; Lee, et al. 2019; van Gool, 2019.

²⁹ Caseau & Grolleau, 2020; Duiker & van Til, 2022; Harvey, et al. 2022; Hehenberger, et al. 2019; Schmidt, 2023; Thirion, et al. 2022.

³⁰ Agrawal, 2019; Höchstädter & Scheck, 2014.

³¹ Duiker, et al. 2016; INREV, 2020; Jackson, 2013; Matthews, et al. 2017.

³² Brandstetter & Lehner, 2015; Duiker & van Til, 2022.

Het is daarmee belangrijk een fondsmanager te selecteren die intrinsiek gemotiveerd is om impact te maken. Hiermee wordt het risico dat de fondsmanager van greenwashing beticht wordt verkleind. Pensioenfonds 6 zei daarover *‘als ik impactbeleggingen zou zoeken, zou ik altijd zoeken naar een management wat laat zien dat het (impact investing) niet alleen maar een commercieel trucje is, maar dat het (impact investing) heel diep zit.’*

Op basis van de reacties van respondenten kan bepleit worden dat institutionele beleggers in elke investeringsbeslissing moeten meewegen wat de beste keuze is. *‘Want green bonds mogen dan wel lichtgroen zijn, dat is altijd nog groener dan grijs’* (vrij naar Verzekeraar 4) en een SFDR of EU-Taxonomie stempel, wil niet altijd zeggen dat het daadwerkelijk de meest duurzame of verantwoorde beleggingsoplossing is.

Intransparante en onvolwassen markt

Respondenten geven aan dat het lastig is een goed beeld van de volledige impact investing markt/beleggingsuniversum te krijgen. Bovendien zijn producten volgens hen moeilijk onderling vergelijkbaar, door de grote verscheidenheid aan kenmerken en meetmethoden.

Relatief nieuw en onbekend

Doordat impact investing nog relatief nieuw is hebben geïnterviewde institutionele beleggers (en managers) met veel onbekende factoren te maken. Zij ervaren onduidelijkheid ten aanzien van kritieke prestatie indicatoren (ofwel key performance indicator, verder ook: ‘KPI’s’) waarop gestuurd wordt en hoe deze gemeten en gerapporteerd worden. Bovendien overheerst binnen organisaties nog het tweedimensionaal (risico en rendement) denken, het meenemen van de impactdimensie en het maken van impactafwegingen wordt daarmee vaak als lastig ervaren. Of zoals Pensioenfonds 6 het omschreef: *‘Van risico en rendement weten ze alles, maar van de impactdimensie weet men nog niet zo veel, laat staan dat ze met die driedimensies tegelijk in hun hoofd kunnen gooichelen.’*

Beperkt schaalbaar

De beperkte schaalbaarheid (en dus beleggingsoplossingen van kleine omvang) zorgt volgens Pensioenfondsen 2, 4 en 5 voor arbeidsintensief beheer en hogere kosten.

Additionaliteit

Met betrekking tot additionaliteit werd door meerdere respondenten aangegeven dat dit een zeer lastig begrip is. Een belangrijke vraag die hierbij werd gesteld is of additionaliteit – de positieve impact zou niet hebben plaatsgevonden zonder de investering – überhaupt wel aanwezig kan zijn in beleggingsmarkten. Verzekeraar 3 stelde daarbij dat als twee beleggers bereid zijn de investering te doen er feitelijk al geen additionaliteit meer is, daarmee lijkt dit kenmerk zijn doel voorbij te schieten. Bovendien, zo bepleitte Verzekeraar 3, *‘heeft iedere kapitaalverstrekker zijn rol in de markt. De ene heeft nou eenmaal geen hoge risk appetite, dus kan alleen maar bestaande assets op zijn balans zetten. Wat prima is als dat een andere kapitaalverstrekker weer helpt om zijn balans leeg te vegen om weer nieuwe, meer risicovolle, investeringen te maken’.*

Met de grote hoeveelheid investeringen die nodig zijn in deze markten (De Nederlandsche Bank, 2023; Wessemius-Chibrac & Vasquez, 2022; Yasar, 2021 - zie ook 2.2.1) lijkt het auteur onverstandig additionaliteit op te nemen in de definitie of om additionaliteit als eis aan impact investeringen te verbinden.

Beperkt aandacht voor de risicozijde

Volgens twee van de geïnterviewde verzekeraars publiceren aanbieders van impact beleggingen vaak verwachte rendementen, informatie over de risicozijde is minder beschikbaar. Terwijl dit voor hen minstens, zo niet belangrijker is. Het zou deze verzekeraars helpen als aanbieders meer vanuit een ALM-gedachte communiceerden.

Aggregeren van data

Aggregeren van data over verschillende asset classes heen, werd specifiek genoemd door Verzekeraar 2. Onder 3.3.3 werd reeds gesignaleerd dat het lastig is om goede performance data te bemachtigen voor impact investeringen (Duiker, et al. 2016; INREV, 2020; Jackson, 2013; Matthews, et al. 2017). Verzekeraar 2 voegt hieraan toe dat als er al data beschikbaar is, de verscheidenheid aan KPI's waarop gerapporteerd wordt het zeer lastig maakt om data te aggregeren en te komen tot kengetallen over impact investing op portefeuilleniveau.

Verzekeraar 2 bracht dit als volgt onder woorden: *'Ik denk dat de meetbaarheid en het aggregeren van het linken van de impact die is gemaakt een uitdaging blijft. Je belegt dus in allemaal verschillende beleggingscategorieën. Die rapporteren allemaal op een andere manier.'*

Afsluitende notes

Door het beperkte aanbod, de nieuwe wijze van investeren en het beperkte trackrecord *'zullen institutionele beleggers anders naar impact investeringen moeten kijken dan zij gewend zijn te doen bij traditionele beleggingen'* (aldus Pensioenfonds 3).

Bovendien signaleren Verzekeraars 2 en 3 dat de grote belangstelling voor impact beleggingen zorgt voor een prijsopdrijvend effect.

Verzekeraar 2: *'Er is best wel veel vraag naar impact beleggingen en omdat de vraag hoog is, drijft het de prijs op In ieder geval alles waar het woord impact voor staat, is veel gevraagd en dat is niet goed voor de prijs.'*

5.6 Conclusie

De interviews hebben tot de beantwoording van een aantal onderzoeksvragen geleid.

Allereerst is onderzocht hoe impact investing in de praktijk wordt gedefinieerd door de geïnterviewde pensioenfondsen en verzekeraars (onderzoeksvraag: *Wat is impact investing?*). De geïnterviewde institutionele beleggers benoemden allen de drie in de theorie gevonden vereisten/kernkenmerken (duale doelstelling; intentionaliteit en meetbaarheid).

De praktijk lijkt daarmee naadloos aan te sluiten bij de eerder in het research paper aangenomen definitie: Impact investeringen zijn, *‘investeringen die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement’* (Global Impact Investing Network, 2023a).

Interessant is de ontdekking van de term ‘impact light’, die in het praktijkveld meermaals gebruikt werd ter aanduiding van impact investering middels obligaties en aandelen. Er lijken daarmee twee definities naast elkaar te bestaan, waarmee impact light de ruimte geeft om impact te maken via obligaties en aandelen, zonder van greenwashing beticht te worden.

De literatuur (hoofdstuk 2) wijst in de richting van impact investing als strategie binnen bestaande asset classes (onderzoeksvraag: *Is impact investing een separate asset class?*). De meerderheid van de respondenten ziet impact investing, net als auteur, niet als een separate asset class. Hiermee hebben de interviews, auteur in haar opinie gesterkt dat impact investing geen separate asset class is, maar een strategie waaraan invulling wordt gegeven binnen bestaande asset classes. Verdere onderbouwing van dit standpunt wordt gezocht middels het consulteren van het expertpanel.

Betreffende het thema asset allocatie, heeft dit hoofdstuk een antwoord gevonden op de vraag *‘Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?’*. Respondenten waren eensgezind in hun antwoord, in de praktijk wordt met name gebruik gemaakt van een ALM-benadering. Andere theoretische modellen zijn zeer beperkt benoemd.

Hoofdstuk 2 besloot met verwonderingsvragen over hoe pensioenfondsen en verzekeraars kunnen spreken van een doelallocatie naar impact investing als het geen separate asset class is en hoe impact investing in asset allocatiemodellen past. Deze vragen – en daarmee de onderzoeksvraag *‘Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?’* - zijn in dit hoofdstuk eveneens onderzocht.

Bij slechts twee partijen volgt de allocatie naar impact investing uit de ALM-studie. Bij andere respondenten wordt de ALM-studie gebruikt om de asset allocatie te bepalen en wordt vervolgens per geselecteerde asset class bepaald in hoeverre er in die betreffende asset class impact gemaakt wordt. Deze laatste benadering lijkt volgens auteur de meeste logische benadering. Of dit inderdaad de daadwerkelijk te gebruiken benadering is zal verder worden bediscussieerd met het expertpanel.

De verwachting als gedeponereerd in hoofdstuk 1, is daarmee bekrachtigd:

Allocatie naar impact investing volgt niet uit toepassing van traditionele asset allocatiemodellen.

Op Vervolg vraag 1 - *Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen* – is de respons overwegend negatief, gezien de reeds bestaande complexiteit van deze modellen. Deze vraag zal voor verdere duiding aan het expertpanel worden voorgelegd.

Tot slot werd in dit hoofdstuk onderzocht hoe pensioenfondsen en verzekeraars hun allocatie naar impact investing invullen. Er wordt door respondenten onderscheid gemaakt naar impact light waarbij veelal exposure wordt gezocht via obligaties (green bonds) en aandelen. ‘Echte/directe’ impact wordt volgens respondenten met name gemaakt via private market beleggingen. Gebleken is dat geïnterviewde institutionele beleggers met name impact maken in de thuismarkten (Nederland en Europa).

De wensen en eisen die ten aanzien van deze impact beleggingen gesteld worden zijn divers (onderzoeksvraag: *Welke wensen en eisen hebben institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van impact investing?*). Volgens auteur is de werkwijze – het vooraf duidelijke beoordelingskaders vaststellen en delen - die Verzekeraar 2 en Pensioenfonds 4 expliciet aanhangen aan te bevelen. Ondanks dat slechts twee respondenten hier gebruik van maken, kunnen dergelijke beoordelingskaders duidelijkheid verschaffen in de wensen en eisen ten aanzien van impact investing. Dit kunnen de beoordelingskaders voor de betreffende asset class waarin impact gemaakt wordt zijn of specifieke kaders voor impact investeringen. Op basis van de input van respondenten is het belangrijk om in deze kaders de volgende kenmerken mee te nemen: eventuele rendementseisen (voor de onderzochte populatie veelal een risicorendementsverhouding gelijk aan die van de markt); het onderschrijven van de GIIN-definitie; het aanwezig zijn van intentionaliteit, meetbaarheid, haalbaarheid en compliance aan SFDR en EU-Taxonomie. Waarbij compliance aan SFDR, volgens respondenten, uitdrukkelijk belangrijker is dan kwalificatie als een SFDR-artikel 9 fonds.

Ook de uitdagingen bij het invullen van de allocatie naar impact investing kwamen in beeld. De belangrijkste uitdagingen voor geïnterviewde pensioenfondsen en verzekeraars zijn: de aanwezigheid van beschikbaar product; een intransparante en onvolwassen markt; onduidelijke en wisselende definities; meetbaarheid; greenwashing; veel onbekende factoren; beperkte schaalbaarheid; het meten van additionaliteit; data; beperkte aandacht voor de risicozijde van impact investeren en het ontbreken van een langjarig trackrecord.

6. Expert Opinion

6.1 Inleiding

In hoofdstuk 5 is een aantal voorlopige conclusies geformuleerd waar nog geen volledige consensus over gevonden is. Dit betreft de volgende voorlopige conclusies:

- Impact investing is geen separate asset class, maar een strategie binnen bestaande asset classes;
- Integratie van impact investing in asset allocatiemodellen is niet de oplossing;
- Institutionele beleggers zouden op basis van een ALM-studie moeten bepalen in welke asset classes zij investeren. Vervolgens valt aan te bevelen per geselecteerde asset class te bepalen in hoeverre er in die betreffende asset class impact gemaakt wordt.

Deze voorlopige conclusies vormen de input voor de discussie met het expertpanel. Om een open discussie te faciliteren zijn de voorlopige conclusies als vraag geformuleerd en voorgelegd aan het expertpanel.

Naast deze vragen, volgend uit de voorlopige conclusies, is nog een drietal aanvullende topics voorgelegd aan het expertpanel:

- Opinies ten aanzien van het ontstaan van termen als indirecte impact en impact light;
- Impact investing en greenwashing;
- Eventuele aanbevelingen voor vastgoedvermogensbeheerders die impact investing fondsen (willen) voeren.

De conclusies waarover consensus bestond onder de geïnterviewde partijen, worden expliciet niet meegenomen in het expertpanel.

Zoals in paragraaf 4.5.1 weergegeven bestaat het expertpanel uit de volgende experts:

- Aleksandar Andonov – *Professor of Finance aan de Amsterdam Business School van de Universiteit van Amsterdam (verder ook: ‘UvA’)*
Expertise: Asset allocatie, duurzame beleggingen en institutionele investeerders.
- Dirk Meuleman – *CEO van Phenix Capital Group*
Expertise: Impact investing en institutionele investeerders.
- Edwin Massie – *Senior Consultant Pensions & Insurance bij Ortec Finance*
Expertise: Asset allocatie, ALM en institutionele investeerders.

De resultaten uit het expertpanel staan centraal in hoofdstuk 6.

Hiermee wordt in dit hoofdstuk een antwoord gezocht op de volgende onderzoeksvragen:

2. *Is impact investing een separate asset class?*
- V1). *Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?*
- V2). *Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?*
6. *Welke aandachtspunten dient een vastgoedvermogensbeheerder mee te nemen bij het aanbieden en ontwikkelen van impact investing strategieën?*

6.2 Voorlopige conclusies

6.2.1 Is impact investing een separate asset class?

Op basis van het literatuuronderzoek (2.2.5) en de interviews (5.2.4) heeft auteur zich op het standpunt gesteld dat impact investing een strategie binnen bestaande asset classes is en geen separate asset class. Dit, omdat er te weinig onderscheidende karakteristieken zijn om als separate asset class te kwalificeren (geen eigen benchmark, zeer heterogeen product en mogelijk in alle asset classes). Bovendien bleken de institutionele beleggers die impact investing positioneerden als separate asset class het mandaat alsnog in te vullen via een asset class die reeds bestaat in het beleggingsuniversum, maar waar de betreffende belegger nog niet in belegd was of zonder impactkwalificatie niet in zou willen beleggen (5.2.4).

Ter validatie van dit standpunt is het expertpanel gevraagd of zij impact investing zien als een separate asset class.

Meuleman (Phenix Capital) ziet dat de meeste impact investeringen (90-95%) passen binnen traditionele asset classes. Om als separate asset class te kwalificeren zijn onderscheidende karakteristieken met betrekking tot risico, rendement en correlatie vereist en die zijn vaak niet aanwezig. Andonov (UvA) onderschrijft deze visie en stelt dat vanuit een academisch perspectief een onderscheidend verwacht rendement, volatiliteitsaannames en correlaties nodig zijn, die duidelijk verschillen van andere asset classes. Deze zijn voor impact investing niet beschikbaar. Bovendien, zo stelt hij, zijn de verschillen binnen impact investing te groot en divers om impact investing als een separate asset class te positioneren. Alle soorten impact investeringen tezamen vormen een mixed portfolio, in plaats van een onderscheidend geheel met gemene delers.

Meuleman (Phenix Capital) stelde dat het belangrijk is onderscheid te maken tussen een asset class vanuit een ALM-benadering of een organisatorische benadering. Organisatorisch of operationeel zou impact investing wel als een separate asset class gezien kunnen worden, omdat impact investing op die manier beter in te bedden is in de organisatie. In zijn optiek heeft elke investering een sterke incentive om als eigen asset class gepositioneerd te worden, een separate positie in het asset allocatieproces kan immers zorgen voor toestroom van extra kapitaal.

Massie (Ortec Finance) bevestigt deze visie en ziet de organisatorische kwalificatie als separate asset class met een eigen team eveneens terug. Daarnaast werkt positionering als separaat mandaat goed voor marketingdoeleinden. Zo kan een institutionele belegger laten zien dat hij actief is in impact investing, integratie in een bestaande asset class is vaak een tweede stap.

In de praktijk ziet Meuleman (Phenix Capital) dat de meeste beleggers zich eerst afvragen of zij actief willen zijn in impact investing en vervolgens beslissen op welke thema's en in welke asset classes.

Massie (Ortec Finance) duidde, tot slot, een benadering die ook in de interviews waar te nemen was. Hij signaleert dat de meeste impact investeringen in private markten plaatsvinden, terwijl nog niet alle institutionele beleggers daar actief zijn.

Wanneer een institutionele belegger als gevolg van de beslissing om over te gaan tot impact investeren toetreedt tot private markten, wordt impact investing vaak gezien als een separate asset class. Ondanks dat dit eigenlijk geen separate asset class is (de asset class bestond immers al in het beleggingsuniversum, echter nog niet in de portefeuille van de betreffende belegger).

De conclusie van het expertpanel is daarmee dat impact investing, in een ALM-optiek, in principe geen separate asset class is. Het kan echter wel organisatorisch of operationeel als separate asset class gepositioneerd worden.

6.2.2 Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?

In de literatuur lijkt er een wens te bestaan om impact investing te integreren in asset allocatiemodellen. Uit onderzoek is immers gebleken dat in de asset allocatie systematisch wordt gefaald om portefeuilles met de meest efficiënte financiële én sociale uitkomsten te selecteren (zie 3.3.4). De geïnterviewde partijen keken hier, over het algemeen, wat anders tegenaan. In hun optiek zijn de bestaande modellen reeds complex genoeg. Bovendien is het onduidelijk hoe impact precies meegewogen zou moeten worden (5.4.3). Gezien deze standpunten, een interessante vraag om in te brengen in het expertpanel. In de antwoorden op deze vraag was enige overlap op te merken met de volgende vraag (6.2.3 ‘hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?’).

De discussie omtrent de vraag of impact investing geïntegreerd moet worden in asset allocatiemodellen is gestart vanuit academisch perspectief.

Andonov (UvA) gaf aan dat om impact investing te integreren in asset allocatiemodellen veel aannames gemaakt moeten worden (bijvoorbeeld ten aanzien van rendementsverwachtingen). Daarmee ontstaat het risico dat er assumpties worden gemaakt waarmee impact investing ongunstig uit het model rolt. Een correctie aan de risicozijde zou dit kunnen herstellen, maar het maken van dergelijke assumpties en correcties is lastig en moeilijk te rechtvaardigen. In zijn optiek zou een betere oplossing zijn om de (pensioen)deelnemers te consulteren en hun voorkeuren ten aanzien van impact investing te inventariseren. Op basis van die wensen zou een aantal restricties aan het model meegegeven kunnen worden. Het is overigens mogelijk om te optimaliseren voor sociaal rendement, het is daarbij echter essentieel vooraf vast te stellen welk soort sociaal rendement wordt nagestreefd.

Ook Massie (Ortec Finance) stelt dat het startpunt het vaststellen van doelen en wensen zou moeten zijn. Bovendien komt ook hier de vraag op of impact investing een separate asset class is. Massie (Ortec Finance) bepleit dat naast de kwantitatieve optimalisatie er meer focus zou moeten zijn en aandacht moet komen voor andere soorten risico's dan volatiliteit. Door het traditionele risicorendement denken wat meer los te laten is impact ook beter te integreren in asset allocatiebeslissingen. Vanuit een holistische benadering, waarin ook operationele en niet-financiële risico's worden meegewogen, is impact investing immers een goede toevoeging aan de portefeuille. Met scenarioanalyses worden thema's gedekt die niet worden meegenomen in het traditionele risicorendement denken, maar wel een bijdrage kunnen leveren aan de robuustheid van portefeuilles.

Factoren die voor impact investing pleiten worden dan mogelijk niet meegenomen in de traditionele allocatiemodellen, maar worden wel degelijk deels meegenomen door nieuwere tools als scenarioanalyses (aldus Andonov - UvA).

Ook vanuit een bredere optiek wordt er niet langer enkel gekeken naar rendementsoptimalisatie. Zoals Meuleman (Phenix Capital) ook beschreef zijn de beste investeringsmogelijkheden vanuit een risicorendement optiek niet altijd de meest ethische of wenselijke investeringsoplossingen. Het is niet duurzaam om als institutionele beleggers enkel het hoogste rendement na te streven en geen verantwoordelijkheid te nemen voor de kosten (c.q. de kosten op de maatschappij af te wentelen).

In de praktijk ziet Meuleman (Phenix Capital) dat veel beleggers starten vanuit hun investment beliefs (welk soort impact streef je na), om vervolgens hun asset allocatie op basis van een ALM-studie te bepalen. Na bepaling van de asset allocatie op basis van de ALM, wordt per asset class geoptimaliseerd voor impact. Met in het hoofd de vastgestelde risicorendementsparameters wordt gekeken hoe deze risicorendementsverhouding behaald kan worden met de meeste positieve impact. Ook Massie (Ortec Finance) ziet dat veelal eerst sec de asset allocatie wordt uitgevoerd om vervolgens te bepalen hoe binnen de geselecteerde asset classes impact wordt gemaakt.

Ook het expertpanel onderschrijft dat asset allocatiemodellen hun tekortkomingen hebben. Integratie van impact investing in traditionele modellen is niet per se de oplossing, integratie in investment beliefs en het uitvoeren van scenarioanalysis is wel aan te bevelen. Asset allocatiemodellen worden idealiter gebruikt voor het vaststellen van de allocatie naar de verschillende bestaande asset classes. Binnen deze asset classes dient idealiter geoptimaliseerd te worden voor impact.

6.2.3 Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?

Bij de meeste geïnterviewde institutionele beleggers wordt de allocatie naar impact investing niet modelmatig onderbouwd maar start men vanuit een pragmatische benadering (5.4.1). Desalniettemin onderschrijft men dat de huidige, pragmatische benadering niet houdbaar is bij groter wordende allocaties. Impact investing zal dan, idealiter, een plek in asset allocatiemodellen moeten krijgen (5.4.3). Een van de voorgestelde (en door auteur aangehangen) richtingen daarbij is dat: institutionele beleggers op basis van de ALM-studie zouden moeten bepalen in welke asset classes zij investeren. Vervolgens wordt per geselecteerde asset class bepaald in hoeverre er in die betreffende asset class impact gemaakt wordt.

Met het expertpanel is besproken hoe zij denkt dat institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing zouden moeten bepalen.

Massie (Ortec Finance) bepleit dat een holistische benadering gewenst is. Beleggers zouden niet alleen naar risico en rendement moeten kijken, maar ook naar factoren als liquiditeit en kosten. Idealiter wordt teruggegrepen op de investment beliefs van de institutionele belegger.

Ook Andonov (UvA) raadt aan te beginnen bij de wensen en koppelt dit direct aan de fiduciaire verantwoordelijkheid. Dit pleit, in zijn optiek, voor het expliciet consulteren van de deelnemers om scherp te krijgen of en in hoeverre zij in bepaalde SDG's willen investeren. De grootste uitdaging hierbij is dat dit soort enquêtes een lage respons heeft, het is lastig om de resultaten te extrapoleren op de hele populatie.

Meuleman (Phenix Capital) sluit hierbij aan en signaleert dat het heroverwegen van het traditionele investeringsproces nodig is, want *'wat heb je aan hoge rendementen, als je een omgeving creëert die niet langer leefbaar is'*.

Voor het consulteren van de deelnemers benoemt hij de alternatieve methode waarbij focusgroepen worden ingezet om deze wensen op te halen. Fiduciaire verantwoordelijkheid gaat volgens hem niet om invullen voor deelnemers wat het beste is, maar hen ook daadwerkelijke de vraag stellen en de afweging maken wat fiduciaire verantwoordelijkheid voor de eigen achterban betekent. Andere populaties resulteren daarmee logischerwijs in andere allocaties.

De aanvulling van Massie (Ortec Finance) op deze werkwijze is dat institutionele beleggers wel bedacht moeten zijn op een bepaalde vertekening van de uitkomsten, niet alleen omdat de respons vaak laag is, maar ook omdat veelal de meest activistische deelnemers meewerken aan dergelijke onderzoeken.

Het expertpanel bereikt daarmee consensus over de wijze waarop de allocatie naar impact investing vastgesteld zou moeten worden. Een institutionele belegger dient als eerste haar investment beliefs vast te stellen, waarbij de ESG-voorkeuren van de deelnemers integraal onderdeel zijn van deze investment beliefs.

Die investments beliefs zijn vervolgens één van de inputfactoren dan wel beperkingen die in het ALM-proces meegenomen worden. De ALM-studie bepaalt hoeveel kapitaal er naar welke asset class wordt gealloceerd. Tot slot wordt per asset class bepaald hoeveel impact er in die asset class gemaakt wordt.

Voor de bepaling van de procentuele allocatie naar impact investing binnen een specifieke asset class bestaan geen richtlijnen.

Praktisch gezien is het voor de invulling binnen de asset class belangrijk te bepalen waar de belegger staat en heen wil. Meuleman (Phenix Capital) ziet in de praktijk veelal een bepaalde pad afhankelijkheid. Beleggers beginnen voorzichtig (veelal met een allocatie van 1%) en evalueren vervolgens de prestaties van deze allocatie alvorens te beslissen of zij bereid zijn de allocatie uit te breiden. Deze pad afhankelijkheid komt vaak voort uit ervaring, governance en complexiteit (aldus de aanvulling van Massie - Ortec Finance).

In de praktijk wordt daarmee case by case bepaald hoeveel impact er per asset class wordt gemaakt. Daarbij dient rekening te worden gehouden met investeringsrestricties, opbouw van de huidige portefeuille, kosten, risico's en beschikbaarheid van een beleggingsproduct in het impact investing universum.

Naast het heroverwegen van het investment proces is er, volgens Andonov (UvA), een betere meetbaarheid van impact nodig om impact investeringen te verantwoorden en monitoren.

6.3 Aanvullende topics

6.3.1 Opinies ten aanzien van het ontstaan van indirecte impact en impact light terminologie

Tijdens de interviews viel op dat sub-definities als indirecte impact en impact light ontstaan (zie signalering onder 5.2.1). Impact light geeft de ruimte om ook beleggingen in aandelen en obligaties als impact investing te labelen zonder van greenwashing te worden beticht. Echter kan ook bepleit worden dat juist het ontstaan van dit soort sub-definities een vorm van greenwashing is (iets wat geen echte impact is, toch een impactlabel geven). Auteur is daarom benieuwd naar de opinies van de experts ten aanzien van het ontstaan van dergelijk sub-definities.

Het ontstaan van terminologie als indirecte impact en impact light bestaat volgens Meuleman (Phenix Capital) al sinds de begin dagen van impact investing en werd destijds met name ingegeven door het verschil in finance first en impact first beleggers. In zijn optiek is het belangrijker te kijken of er daadwerkelijk een positieve impact in de echte wereld wordt gerealiseerd, dan de definitiekwestie.

Massie (Ortec Finance) ziet deze sub-definities als een stukje marketing en ter voorkoming van greenwashing beschuldigingen. Het is aan te bevelen bij een impact claim daadwerkelijk te laten zien wat je gedaan hebt (ondanks dat het meetbaar maken moeilijk is).

Het is volgens Meuleman (Phenix Capital) tevens belangrijk om realistisch te blijven, niet in alle asset classes is impact even groot. Wees daarbij terughoudend met het alloceren van impact van bedrijven waarin geïnvesteerd wordt als jouw impact (ter voorkoming van dubbeltelling) en deel impact toe aan de totale kapitaalstructuur (en niet enkel aan equity).

6.3.2 Impact investing en greenwashing

Uit de interviews bleek dat beticht worden van greenwashing de grootste uitdaging dan wel het grootste risico is voor institutionele beleggers die actief zijn in impact investing. De hoeveelheid aan definities en werkwijzen draagt bij aan de schijn van greenwashing, impact investing lijkt (in de opinie van auteur) met name gebruikt te worden om te kunnen laten zien hoe goed men bezig is.

Het expertpanel erkent dat er zeker greenwashing in de markt aanwezig is. Er zijn partijen die impact investing gebruiken vanuit een vorm van opportunisme en als marketingtool. Aan de andere kant zijn er veel partijen die met een hoge mate van integriteit bezig zijn met impact investing en daadwerkelijk intrinsiek gemotiveerd zijn het juiste te doen.

Met het oog op greenwashing is het daarom vooral belangrijk te kijken naar wat er gebeurt/wat het effect is in de echte wereld en waar het geld naartoe gaat. Het enkel aanbrengen van ledverlichting en isolatie is te dun om een impact investing claim te rechtvaardigen. Integriteit, intrinsieke motivatie en oprechte intenties zijn de basis voor impact investing.

6.3.3 Aanbevelingen voor vastgoedvermogensbeheerders die impact investing fondsen (willen) voeren

In het kader van het advies aan de eigen organisatie is het expertpanel gevraagd of zij eventuele aanbevelingen heeft voor vastgoedvermogensbeheerders die impact investing fondsen (willen) voeren.

De twee belangrijkste aanbevelingen van het expertpanel zijn: doorleven en niet doorlabelen. Allereerst werd aangegeven dat het belangrijk is dat impact investing in het DNA van de vermogensbeheerder zit. Zorg dat de intrinsieke motivatie op elk niveau aanwezig is en in ieder geval op het seniorniveau doorleefd wordt. Daarnaast is het essentieel om helder te zijn in de strategie en duidelijk te maken welke impact daadwerkelijk wordt nagestreefd.

De tweede aanbeveling beziet op de waarschuwing om bestaande producten niet om te labelen, maar daadwerkelijk te inventariseren of er problemen zijn waar een oplossing voor geboden kan worden met investeerbaar kapitaal. Impact investeren in vastgoed is nog dun en kan zeker een stuk verder gaan dan nu het geval is. Ofwel, er is nog veel te doen qua impact investeren in vastgoed.

6.4 Conclusie

Met het consulteren van het expertpanel is een drietal voorlopige conclusies aangescherpt en geformaliseerd.

Allereerst is bevestigd dat impact investing geen separate asset class is, maar een strategie waaraan invulling wordt gegeven binnen bestaande asset classes. Overigens is het in de opinie van het expertpanel wel mogelijk om impact investing organisatorisch of operationeel als separate asset class te positioneren (onderzoeksvraag *'is impact investing een separate asset class?'*).

Als tweede vraag is V1 behandeld *'Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?'* Integratie van impact investing in asset allocatiemodellen is niet per se de oplossing. Integratie in de investment beliefs en het uitvoeren van scenarioanalyses is wel aan te bevelen.

Tot slot is verkend hoe de allocatie naar impact investing dan wel vastgesteld zou moeten worden (V2 *'Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?'*). Institutionele beleggers starten idealiter met het vaststellen van investments beliefs, waarin de ESG-voorkeuren van deelnemers integraal onderdeel zijn. Vervolgens worden deze investment beliefs als input dan wel beperking in het ALM-proces meegenomen. De ALM-studie stelt vast hoeveel kapitaal er toegewezen wordt per asset class. Binnen elke asset class wordt vervolgens bepaald hoeveel impact er gemaakt wordt, rekening houdend met investment restricties, opbouw van de huidige portefeuille, kosten, risico's en beschikbaarheid van belegbaar product in het impact investing universum.

7. Conclusies en Aanbevelingen

7.1 Inleiding

Dit hoofdstuk vormt het sluitstuk van het onderzoek naar impact investing in de asset allocatie van pensioenfondsen en verzekeraars.

Het onderzoek bevestigt dat er in de impact investing praktijk nog veel onduidelijkheid heerst. Het is een onderzoeks- en werkveld waar nog veel te leren en ontdekken is, maar waar we 'gewoon' zullen moeten beginnen. Zoals treffend omschreven door Pensioenfonds 1 *'we zien impact investing als een reis waarbij de koers kan nog wijzigen'*. Dit geldt ook voor onderstaande conclusies en aanbevelingen. Eén en ander is opgesteld op basis van de kennis die vandaag de dag beschikbaar is ten aanzien van impact investing. Dit onderzoek draagt bij aan het verder ontwikkelen van die kennis. Al is de eindbestemming, voor wat betreft de ontwikkeling van impact investing, nog geenszins in zicht. De koers verandert mogelijk nog een aantal keer, maar stilstaan is geen optie, gezien de sociale en ecologische uitdagingen waar de maatschappij vandaag en morgen mee geconfronteerd wordt.

De reis van dit research paper eindigt wel op de komende pagina's met de conclusies per doelstelling. Resultierend in aanbevelingen voor de markt en de eigen organisatie, om de huidige koers (indien nodig) bij te stellen en geeft suggesties voor eventuele nieuwe reizen, in de vorm van aanbevelingen voor mogelijk vervolgonderzoek. Dit hoofdstuk sluit af met een reflectie op de eigen afgelegde reis.

Middels de aanbevelingen aan de eigen organisatie (zie '7.3.2: Aanbevelingen aan vastgoedvermogensbeheerders') wordt in dit hoofdstuk eveneens de laatste onderzoeksvraag beantwoord:

6. Welke aandachtspunten dient een vastgoedvermogensbeheerder mee te nemen bij het aanbieden en ontwikkelen van impact investing strategieën?

7.2 Conclusies

Het doel van dit onderzoek was driedelig:

- 1) Een heldere en eenduidige definitie voor impact investing vaststellen;
- 2) Inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen;
- 3) Inzicht verkrijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van hun allocatie naar impact investing.

In de volgende paragrafen worden per doelstelling de corresponderende vragen beantwoord.

7.2.1 Een heldere en eenduidige definitie van impact investing

Wat is impact investing?

Impact investing voldoet aan drie vereisten/kernkenmerken:

- Een duale doelstelling, het nastreven van zowel financieel als sociaal rendement;
- Intentionaliteit, een duidelijk van tevoren beoogde intentie om impact te maken;
- Meetbaar, het meten van de gemaakte impact.

Impact investeringen zijn daarmee: *‘investerings die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare, sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement’* (Global Impact Investing Network, 2023a).

Is impact investing een separate asset class?

Impact investing heeft onvoldoende onderscheidende karakteristieken om als separate asset class te kwalificeren (geen onderscheidend verwacht risico en rendementsprofiel, geen eigen benchmark, zeer heterogeen product en mogelijk in alle asset classes). Bovendien zijn de verschillen binnen impact investing te groot en divers om impact investing als een separate asset class te positioneren.

Impact investing is in principe dus geen separate asset class is, maar een strategie waaraan invulling wordt gegeven binnen bestaande asset classes. Overigens is het wel mogelijk om impact investing organisatorisch of operationeel als separate asset class te positioneren

7.2.2 Inzicht in het bepalen van de (doel) allocatie naar impact investing

Hoe bepalen institutionele beleggers hun asset allocatie?

In de theoretische verkenning bleek er een onderscheid te zijn tussen de return en matchingportefeuille. Waarbij de returnportefeuille veelal middels een mean-variance optimalisatie wordt geconstrueerd en de matchingportefeuille op basis van een ALM-benadering. In de praktijk bleek de asset allocatie met name door middel van een ALM-benadering te worden bepaald.

Hoe bepalen institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing?

Bij de meeste partijen blijkt de allocatie naar impact investing niet modelmatig te worden onderbouwd. Veelal wordt de allocatie naar impact investing pragmatisch bepaald. Daarnaast wordt een ALM-studie gebruikt om de asset allocatie te bepalen en wordt vervolgens per geselecteerde asset class bepaald in hoeverre er in die betreffende asset class impact gemaakt wordt.

Zou impact investing geïntegreerd moeten worden in asset allocatiemodellen?

Vanuit de literatuur bestaat er een wens op impact investing te integreren in asset allocatiemodellen. Er blijken echter veel uitdaging (zoals het ontbreken van onderscheidende risico en rendementskarakteristieken van impact investing als geheel en de onduidelijkheid omtrent het meten en waarderen van sociale risico's en rendementen) om daadwerkelijk tot integratie te komen.

Vanuit de praktijk wordt integratie van impact investing in traditionele asset allocatiemodellen eveneens als complex gepercipieerd en niet per se als de oplossing gezien. Integratie in de investment beliefs en het uitvoeren van scenarioanalyses is wel aan te bevelen.

Hoe zouden institutionele beleggers hun allocatie naar impact investing moeten bepalen?

Institutionele beleggers starten idealiter met het vaststellen van investment beliefs, waarin de ESG-voorkeuren van deelnemers integraal onderdeel zijn. Vervolgens worden deze investment beliefs als input dan wel beperking in het ALM-proces meegenomen. Met een ALM-studie wordt vastgesteld hoeveel kapitaal er toegewezen wordt per asset class. Binnen elke asset class wordt vervolgens idealiter bepaald hoeveel impact er gemaakt wordt, rekening houdend met investment restricties, opbouw van de huidige portefeuille, kosten, risico's en beschikbaarheid van belegbaar product in het impact investing universum.

7.2.3 Inzicht in de wensen en eisen ten aanzien van de invulling van de allocatie naar impact investing

Welke wensen en eisen hebben institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van impact investing?

De wensen en eisen die institutionele beleggers ten aanzien van impact investeringen stellen zijn divers. Het vooraf delen van beoordelingskaders door institutionele beleggers geeft inzicht in de wensen en eisen. Hierin zouden de wensen en eisen met betrekking tot de volgende onderwerpen geduid moeten worden: eventuele rendementseisen (voor de onderzochte populatie veelal een risicorendementsverhouding gelijk aan dat van de markt); het onderschrijven van de GIIN-definitie voor impact investing; het aanwezig zijn van intentionaliteit, meetbaarheid, haalbaarheid en compliant zijn aan SFDR en EU-Taxonomie.

7.3 Aanbevelingen

7.3.1 Aanbevelingen pensioenfondsen en verzekeraars

Zoals gesignaleerd in de literatuurstudie is ruim de helft van de Nederlandse institutionele beleggers actief op het gebied van impact investeren (Duiker & van Til, 2022; Wessemius-Chibrac & Vasquez, 2022). Voor de komende jaren wordt een verdere groei van de allocatie naar impact investing verwacht (Hand, et al. 2022; INREV, 2020). Een mooie ontwikkeling, maar ook een ontwikkeling die vraagt om een meer gestructureerde aanpak. Op basis van het voorgaande onderzoek worden daarom een aantal aanbevelingen aan pensioenfondsen en verzekeraars gegeven om de activiteiten omtrent impact investing verder in te bedden en te professionaliseren.

De belangrijkste aanbeveling daarbij is: ga in gesprek, met elkaar maar ook met vermogensbeheerders. Een betere wereld begint dan wel bij jezelf, maar samen kom je verder.

Aanbeveling 1: Ga het gesprek als branche aan

Het heeft daarbij de voorkeur een integraal en periodiek institutioneel beleggersoverleg te organiseren, waarmee ontwikkelingen gevolgd worden en afspraken ten aanzien van de behandeling van impact investing gemaakt worden.

Allereerst is het voor de professionalisering van impact investing onder Nederlandse institutionele beleggers belangrijk dat de branche één definitie afspreekt en hanteert. Het toevoegen van extra en eigen karakteristieken resulteert in onduidelijkheid en kan de schijn van greenwashing tot gevolg hebben.

Suggestie daarbij is om de definitie van het GIIN over te nemen: *'Impact investeringen, zijn investeringen die gedaan worden met de intentie om een positieve, meetbare, sociale en ecologische impact te maken, naast een financieel rendement'* (Global Impact Investing Network, 2023a).

Impact investeringen voldoen aan drie vereisten (ook wel kernkenmerken):

- Een duale doelstelling, het nastreven van zowel financieel als sociaal rendement;
- Intentionaliteit, een duidelijk van tevoren beoogde intentie om impact te maken;
- Meetbaar, het meten van de gemaakte impact.

Als onderdeel van de definitievaststelling is het tevens van belang vast te stellen dat impact investing gezien moet worden als een manier van investeren binnen bestaande asset classes.

Ten tweede is het gewenst om als branche de invulling van de term fiduciaire verantwoordelijkheid te evalueren. Stel daarbij vast in hoeverre verantwoording voor de leefomgeving, waarin het toekomstige pensioen genuttigd wordt, onderdeel uitmaakt van deze fiduciaire verantwoordelijkheid. Spreek met elkaar (en de toezichthouder) af of en in hoeverre de wensen van de deelnemers meegenomen worden in deze verantwoordelijkheid. En erken tot slot dat de fiduciaire verantwoordelijkheid voor Nederlandse institutionele beleggers resulteert in een finance first benadering van impact investing (dit dient niet als waardeoordeel gezien of gevoeld te worden, maar als weergave van de feitelijke situatie).

Tot slot komt de branche idealiter met elkaar tot KPI's en maatstaven om impact te verantwoorden, meten en monitoren. Daarbij is het belangrijk tools te ontwikkelen voor het meten van sociale impact (risico en rendement) en afspraken over de eenheden waarin dit gemeten wordt.

Aanbeveling 2: Stel de allocatie en duidelijke randvoorwaarden en beoordelingskaders vast

Aanbevolen wordt om de integraal gemaakte afspraken (onder aanbeveling 1) verder uit te werken (zonder ervan af te wijken) binnen de eigen organisatie. De Nederlandsche Bank (2018) signaleerde met betrekking tot duurzaam beleggen al dat er geen standaardaanpak is die passend is voor alle pensioenfondsen. Dit is voor impact investing niet anders. Zoals ook tijdens het expertpanel werd bepleit, zal elke achterban in andere investment beliefs en wensen ten aanzien van impact investing resulteren. Dit dient dan ook specifiek gemaakt te worden per belegger.

Allereerst dient de institutionele belegger te bepalen of zij impact investeringen wil maken. Indien dit het geval is, zie impact investing dan niet als een op zichzelf staand thema, maar als integraal onderdeel van de portefeuille.

Het valt vervolgens³³ aan te bevelen de allocatie als volgt vast te stellen:

- 1) Consulteer de deelnemers ten aanzien van hun wensen ten aanzien van impact investing;
- 2) Neem deze wensen mee in de investment beliefs;
- 3) Die investments beliefs zijn vervolgens één van de inputfactoren dan wel beperkingen die in het ALM-proces meegenomen worden;
- 4) De ALM-studie bepaalt hoeveel kapitaal per asset class wordt gealloceerd;
- 5) Per asset class wordt (case-by-case) bepaald of en in hoeverre er impact gemaakt wordt.

In deze vijfde en laatste stap dient rekening gehouden te worden met investment restricties, opbouw van de huidige portefeuille, kosten, risico's en beschikbaarheid van belegbaar product in het impact investing universum. Wees daarbij realistisch en erken dat impact niet in elke asset class even ver/diep gaat. Daarmee kan impact investing niet tot een totaal (over asset classes heen) worden opgeteld, maar dient per asset class gerapporteerd te worden hoeveel impact er gemaakt wordt.

Als vervolgens bepaald is dat er in een asset class impact gemaakt wordt, leg de wensen en eisen dan vast in duidelijke beoordelingskaders. Deze vormen de basis voor selectie van impact mandaten.

Aanbeveling 3: Ga het gesprek met vermogensbeheerders aan

In het gesprek met de vermogensbeheerder is het belangrijk om duidelijk te communiceren over wensen en eisen ten aanzien van impact investing. Het is eveneens belangrijk daar de eenduidig met de branche gemaakte afspraken ten aanzien van rapportage te communiceren (zodat niet elke investeerder eigen rapportagestandaarden ontwikkeld – geen werkbare situatie voor vermogensbeheerders – en niet elke vermogensbeheerder op basis van eigen KPI's rapporteert – geen werkbare situatie voor institutionele beleggers).

Tevens is dit gesprek belangrijk om vast te stellen of de vermogensbeheerder daadwerkelijk intrinsiek gemotiveerd is om impact te maken of dit als een marketingtool ziet.

Aanbeveling 4: Mitigeer het risico op greenwashing

Zoals ook in de interviews gesignaleerd, spreken veel partijen van impact, maar de conclusies en mate van impact verschillen. Dat roept vragen op. Uit de interviews bleek tevens dat (worden beticht van) greenwashing als de grootste uitdaging of eigenlijk het grootste risico gezien wordt.

Het mitigeren van het risico op greenwashing begint bij het vooraf vaststellen wat impact is. Wil een institutionele belegger alleen donkergroene beleggingen kopen of juist grijze beleggingen beter maken (en misschien wel meer daadwerkelijke impact maken)?

Bij de selectie van een impactmandaat is het aan te bevelen de impactambitie en -doelstelling van de vermogensbeheerder (waar mogelijk) te toetsen op realisme en haalbaarheid.

³³ Op basis van de in dit onderzoek geraadpleegde literatuur en experts. De visie van de toezichthouder op dit thema is niet bekend/geen onderdeel van onderzoek geweest.

Breder bezien is het voor een institutionele belegger aan te bevelen bij een impact claim daadwerkelijk te laten zien wat hij gedaan heeft (ondanks dat het meetbaar maken moeilijk is). Deel daarbij impact toe aan de totale kapitaalstructuur (en niet enkel aan equity, daarmee wordt een te zwaar gewicht aan de gemaakte impact door equity gehangen).

Daarnaast is het aan te raden bij aanvang na te denken over een eventuele exit strategie en hoe dit de impact investering beïnvloedt (doet dit alleen de investering teniet of is de negatieve spin-off wellicht groter).

Wees tot slot bewust van de eigen biases en valkuilen. In de literatuur is te zien dat de verwachte uitkomst vaak meer invloed heeft op keuzes dan het verwachte risico (Harvey, et al. 2022) en dat keuzes voor impact investeringen veelal op intuïtie gebaseerd zijn (Lee, et al. 2019).

7.3.2 Aanbevelingen vastgoedvermogensbeheerder(s) (a.s.r. real estate)

Vastgoed is een belangrijke asset class binnen de portefeuilleconstructie van institutionele beleggers door relatief stabiele kasstromen, diversificatievoordelen, beperkte volatiliteit en de inflatiehedge die het biedt (Hudson-Wilson, et al. 2005; Matthews, et al. 2017). Bovendien is maken van impact goed mogelijk in vastgoed (Bikker-Bekkers, 2017; van Gool, 2019; Jacobs & Levy, 2022). Daarbij werd in het expertpanel gesignaleerd dat impact investing in het vastgoed nog dun is en er nog veel te doen is. Ofwel, kansen in overvloed voor vastgoedvermogensbeheerders.

Alvorens deze signalering opgevat wordt als een gat in de markt en mogelijkheid tot winstoptimalisatie, is het belangrijk te benadrukken dat de juiste intentie en intrinsieke motivatie aan impact investing ten grondslag moet liggen. Institutionele beleggers zullen door mooie praatjes heen prikken en deze zullen meer kapot maken dan goed doen.

a.s.r. real estate is een vastgoedvermogensbeheerder die actief is in het impact investing domein met twee fondsen. Het ASR Dutch Science Park Fund (dat als impactfonds een bijdrage levert aan de kwaliteit van science park ecosystemen) en het ASR Dutch Core Residential Fund (dat binnen het bredere fonds een impact investing strategie voert, met als doel het toevoegen van betaalbare woningen aan de portefeuille).

In deze paragraaf worden aanbevelingen geformuleerd als antwoord op de vraag: *‘Welke aandachtspunten dient een vastgoedvermogensbeheerder mee te nemen bij het aanbieden en ontwikkelen van impact investing strategieën?’*

Sommige van de onderstaande aanbevelingen zijn reeds aanwezig in de praktijk van a.s.r. real estate (zoals de intrinsieke motivatie), maar worden volledigheidshalve toch benoemd.

Aanbeveling 1: Luister naar de institutionele belegger

Erken dat impact investing breder is dan het vastgoed werkveld, blijf niet in de eigen bubbel zitten en sluit aan op de algemene (GIIN) definitie van impact investing. Ook hier geldt dat het aanpassen of ombuigen van definities de schijn van greenwashing opwekt en onwenselijk is.

Uit de interviews bleek dat institutionele beleggers het belangrijk vinden dat fondsmanagers begrijpen wat de institutionele belegger wil/naar opzoek is, een gelijke definitie hanteren is een mooie eerste stap.

Uiteindelijk geldt hier wie betaalt bepaalt, de institutionele belegger maakt de beslissing of het product daadwerkelijk een impact belegging is of niet. Het is daarom belangrijk naar de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van impact investing te luisteren. Ontsluiting van beoordelingskaders door institutionele beleggers kan daarbij helpen.

Aanbeveling 2: Zorg voor een intrinsieke motivatie in alle lagen van de organisatie

Zowel Pensioenfonds 6 als het expertpanel benadrukken dat het essentieel is dat een vastgoedvermogensbeheerder intrinsiek gemotiveerd is om het juiste te doen. Deze intrinsieke motivatie dient op alle lagen in de organisatie, maar zeker ook op het senior level, aanwezig te zijn en doorleefd te worden.

Zie impact investing uitdrukkelijk niet als een marketingtool of manier om kapitaal op te halen, maar biedt een (impact) oplossing voor een daadwerkelijk probleem of uitdaging.

Aanbeveling 3: Wees voorzichtig (overschatting, doorlabelen & greenwashen)

In de scriptie van Folker (2021) bleek dat experts de fondsen in scope minder ver op de impact-as te plaatsen dan de betreffende fondsen zelf deden. Fondsmanagers overschatten zichzelf daarmee. Bovendien signaleerde Folker (2021) in haar scriptie dat deze vermogensbeheerders vonden dat een groot deel van de huidige portefeuille al impact maakt. Ook dit laatste is opvallend, want ondanks dat er goede dingen zijn/worden gedaan was ten tijde van de investering geen intentionaliteit aanwezig en is er dus geen sprake van impact investeren.

Breder gezegd kan een reeds bestaand fonds geen impactfonds worden, een deel van de investeringen is immers al gedaan voor de intentionaliteit vastgesteld is. Dit hangt ook nauw samen met de waarschuwing uit het expertpanel, pas op met het omlabelen van bestaande producten naar impactfondsen. Het gevaar om van greenwashing (of impact washing) beticht te worden ligt immers op de loer. Het daadwerkelijk inventariseren of er problemen of uitdagingen zijn waar een oplossing voor geboden kan worden met investeerbaar kapitaal is de juiste weg voor de ontwikkeling van impactproducten.

Met het oog op greenwashing is het belangrijk te kijken naar wat er gebeurt/wat het effect is in de echte wereld en waar het geld naar toe gaat. Bijvoorbeeld het enkel aanbrengen van ledverlichting en isolatie is te dun om een impact investing claim te rechtvaardigen.

En ook hier geldt, houd het realistisch, niet in elke vastgoedsector is de impact even groot. Erken dit en wees daar eerlijk over.

Een aantal aanbevelingen genoemd onder 7.2.1 is ook hier van toepassing: laat bij een impact claim daadwerkelijk zien wat je gedaan hebt (ondanks dat het meetbaar maken moeilijk is) en deel impact toe aan de totale kapitaalstructuur (niet enkel aan de equity).

Aanbeveling 4: Help institutionele beleggers met hun uitdagingen

In de interviewfase bleek dat institutionele beleggers tegen een aantal uitdagingen aanlopen bij de invulling van impact investing mandaten. Op een aantal van deze punten zouden vastgoedvermogensbeheerders hun steentje kunnen bijdragen:

- Zorg voor compliance aan wet- en regelgeving (zoals SFDR en EU-Taxonomie, een SFDR-artikel 9 kwalificatie is geen vereiste, maar compliance aan de SFDR-regelgeving wel).
- Maak impact (claims) meetbaar;
- Verstrek goede en (als markt) uniforme data (zodat de impact investering gemonitord kan worden en beleggingen bij verschillende vermogensbeheerders in dezelfde asset class geaggregeerd kunnen worden door de institutionele belegger);
- Maak kenbaar dat er een impact investing product beschikbaar is (door de intransparantie van de markt is er vaak geen duidelijk beeld van beschikbare producten);
- Voorkom greenwashing.

7.3.3 Aanbevelingen voor vervolgonderzoek

Ondanks de energie die in dit onderzoek is gestoken is er altijd ruimte voor verbetering of vervolgonderzoek.

De tijd voor dit onderzoek was beperkt, daardoor is er na tien interviews gestopt met interviewen. In een eventueel vervolgonderzoek zou deze populatie uitgebreid kunnen worden om tot robuustere conclusies te komen. Ditzelfde geldt overigens voor het expertpanel, het consulteren van meerdere experts zou kunnen bijdragen aan breder toepasbare en gedragen conclusies.

Daarnaast zijn er in het onderzoek alleen institutionele beleggers betrokken die een allocatie naar impact investing hebben. Het zou ook interessant kunnen zijn onderzoek te doen onder beleggers die expliciet de keuze maken om niet in impact investeringen te beleggen. Wat zijn hun beweegredenen en opinies ten aanzien van impact investing?

Het onderzoek heeft zich beperkt tot impact investing in de asset allocatie van Nederlandse institutionele beleggers, onder andere omdat zij wereldwijd gezien vooroplopen in impact investing (Duiker & van Til, 2022; Wessemius-Chibrac & Vasquez, 2022). Het kan desalniettemin interessant zijn het onderzoek internationaal uit te voeren om te zien of er in internationaal perspectief vernieuwende inzichten te verkrijgen zijn.

Buiten scope van dit onderzoek gebleven is de opinie van de toezichthouder op impact investing in de asset allocatie. Een duidelijk standpunt vanuit de toezichthouder en duidelijke inbedding in het regulatory framework kan helpen om de markt verder te legitimeren.

Tot slot is er een grote roep om meer kwantitatief onderzoek hoorbaar (zowel in de literatuur, interviews als het expertpanel). Onderzoek naar het consistent meten en waarderen van sociale risico's en rendementen is nodig om impact investing verder in te bedden in de asset allocatie en beleggingspraktijk. In het verlengde daarvan is onderzoek naar de interactie van de verschillende soorten (sociale) risico's eveneens wenselijk.

7.4 Reflectie

Het doel van het onderzoek naar ‘impact investing in de asset allocatie van pensioenfondsen en verzekeraars’ was drieledig:

- 1) Een heldere en eenduidige definitie voor impact investing vaststellen;
- 2) Inzicht verkrijgen in de wijze waarop institutionele beleggers hun (doel)allocatie naar impact investing bepalen;
- 3) Inzicht verkrijgen in de wensen en eisen van institutionele beleggers ten aanzien van de invulling van hun allocatie naar impact investing.

De doelstellingen zijn gerealiseerd en de onderzoeksvragen beantwoord. Desalniettemin is het belangrijk te benoemen dat impact investing een ontluikend en groeiend segment is. Het aantal academische publicaties is nog altijd beperkt en veel publicaties berusten op de praktijk of zijn opgesteld door belangenorganisaties. Daardoor waren er niet altijd voldoende academische bronnen beschikbaar om naar te verwijzen of om op voort te bouwen. Sommige auteurs worden om die reden dan ook veel/herhaaldelijk aangehaald. Om dezelfde reden was er geen ontkomen aan het gebruik van praktijkpublicaties en/of publicaties van belangenorganisaties, erkend wordt dat deze minder onafhankelijk en wetenschappelijk sterk zijn dan de academische literatuur die idealiter als basis voor een company research paper wordt gebruikt.

Wat opviel is dat zodra vastgoed wordt toegevoegd in de zoektocht naar publicaties, het aantal wetenschappelijke publicaties nog verder afneemt, om deze reden is het onderzoek breder ingestoken.

Bovendien gaan de ontwikkelingen in (met name) het impact investing speelveld zeer snel, tijdens het schrijven van het research paper bleven er nieuwe publicaties verschijnen. Op een gegeven moment moet het stuk tot een afronding komen en kunnen niet alle voortschrijdende inzichten meer meegenomen worden.

Ook een korte reflectie op de methodologie is op zijn plaats. Auteur heeft het onderzoek naar eer en geweten uitgevoerd, maar ook haar zijn biases niet vreemd. Bovendien is auteur geen getrainde interviewer of panel moderator.

Met betrekking tot de interviewmethodiek valt het volgende op te merken: door het selecteren van partijen die in de publiciteit zijn geweest met impact investeringen, zijn partijen die minder de publiciteit zoeken (mogelijk zijn dit partijen die minder goede ervaringen hebben met impact investing en zoeken zij daarom niet de publiciteit – self selection bias) niet meegenomen in de onderzoekspopulatie, hierdoor kan een vertekend beeld ontstaan.

In hoofdstuk 5 bleek dat er onder respondenten een duidelijke voorkeur voor real assets bestond. Dit zou veroorzaakt kunnen worden doordat voor de respondentenselectie gedeeltelijk gebruik is gemaakt van de praktijkkennis van auteur. Nu auteur sec actief is in vastgoedbeleggingen zouden er relatief meer respondenten geselecteerd kunnen zijn met een voorkeur voor vastgoed dan verhoudingsgewijs in de institutionele beleggingsmarkt aanwezig zijn.

Het is voor het verkrijgen van bruikbare en waardevolle inzichten uit interviews van belang om de juiste respondent te selecteren, dit lijkt goed gelukt. Vooraf bestond de uitdrukkelijke wens om alleen de eindbelegger te spreken, dit is in acht van de tien interviews ook daadwerkelijk gelukt. Bij de andere twee interviews is niet direct met de eindbelegger gesproken, maar was het kennisniveau van de betrokken vertegenwoordiger zeer hoog en van goede kwaliteit.

In de analyseslag is gebruik gemaakt van coderen middels ATLAS.ti, hierbij bestaat een risico op het verlies van context. Bovendien wil het vaak voorkomen van een term niet per se zeggen dat deze term belangrijk is. Soms kan een waarneming die slechts eenmaal voorkomt, ook interessant zijn. Daarom zijn de interviews niet alleen op basis van de codering geanalyseerd, maar in de context van het gesprek.

Of de resultaten toepasbaar zijn op een grotere groep (externe validatie) is lastig te beoordelen, omdat de uitvoering van impact investing per belegger verschilt. Bovendien is de onderzoekspopulatie niet groot genoeg om algemene conclusies te trekken.

Voor het analyseren van de definitie als gegeven door respondenten in hoofdstuk 5 (meer specifiek 5.2.1 en figuur 8.b) is de respons door auteur gecorrigeerd. Daar waar GIIN onderschreven werd, zonder het separaat benoemen van de drie kernkenmerken, zijn de kernkenmerken alsnog aangevinkt in de responsmatrix. Hierbij is verondersteld dat respondenten met het onderschrijven van GIIN automatisch de drie kernkenmerken onderschrijven, maar vergeten zijn deze separaat te benoemen. Dit is geen zuiver wetenschappelijke benadering en kan een onjuiste interpretatie van de respons bevatten.

Zoals aan het begin van dit hoofdstuk opgemerkt is er nog veel onduidelijkheid omtrent impact investing en is er nog veel te leren en ontdekken. Bovenstaande conclusies en aanbevelingen zijn dan ook opgesteld op basis van de kennis die auteur de afgelopen periode heeft opgedaan ten aanzien van impact investing. Auteur heeft, ondanks de verkregen inzichten, niet de illusie een allesomvattend beeld van impact investing te hebben en beseft zich des te meer dat er nog een wereld te ontdekken is ten aanzien van impact investing.

8. Literatuur

Agrawal, A. (2019). *Impact investing: Framework and future research avenues*. Copenhagen Business School.

Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Andonov, A. (2023). *Aleksandar Andonov – Profile*.

Opgehaald op 17 september 2023, van <http://aleksandarandonov.com>

Arts, J. (2021). *Positieve maatschappelijke impact maken met investeren in direct vastgoed: anticiperen op veranderende eisen en wensen van stakeholders*. Amsterdam, Company Research Paper MRE, Amsterdam School of Real Estate.

Opgehaald op 27 april 2023, van Vastgoedbibliotheek Amsterdam School of Real Estate

a.s.r. (2022). *a.s.r. behoort tot Europese en Wereldwijde top van duurzame bedrijven*.

Opgehaald op 17 juli 2023, van <https://www.asrnederland.nl/nieuws-en-pers/pers/asr-behoort-tot-europese-en-wereldwijde-top-van-duurzame-bedrijven>

a.s.r. (2023). *Nieuw Research Centre onderzoekt oplossingen duurzaamheidsvraagstukken financiële sector*.

Opgehaald op 17 juli 2023, van <https://www.asrnederland.nl/nieuws-en-pers/pers/20230706-nieuw-research-centre-onderzoekt-oplossingen-duurzaamheidsvraagstukken-financiele-sector#:~:text=UvA%2Dwetenschappers%20doen%20de%20komende,een%20duurzame%20en%20leefbare%20wereld>

a.s.r. real estate (2023). *a.s.r. real estate - over ons*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van <https://asrealestate.nl/over-ons>

Autoriteit Financiële Markten (2021a). *Implementatie SFDR – Onderzoek naar implementatie van SFDR vereisten door beheerders van beleggingsinstellingen*.

Opgehaald op 03 november 2023, van <https://www.afm.nl/~profmedia/files/rapporten/2021/rapport-sfdr-onderzoek.pdf?la=nl-NL>

Autoriteit Financiële Markten (2021b). *Leidraad advies- en vermogensbeheerdienstverlening*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van https://www.afm.nl/~profmedia/files/wet-regelgeving/beleidsuitingen/leidraden/leidraad-advies-en-vermogensbeheerdienstverlening.pdf?sc_lang=nl-nl&hash=00B3CD00DC9B1969BA5A91875C3AB49A

Autoriteit Financiële Markten (2023). *AFM position paper on improving the SFDR*.

Opgehaald op 02 november 2023, van <https://www.afm.nl/nl-nl/sector/actueel/2023/november/position-paper-SFDR>

Bakker, M.L. (2012). *De schaalgrootte en vastgoedportefeuilles van Nederlandse pensioenfondsen*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van Vastgoedbibliotheek

Bekkers, N., Doeswijk, R.Q. & Lam, T.W. (2009). *Strategic Asset Allocation: Determining the Optimal Portfolio with Ten Asset Classes*. The Journal of Wealth Management – Winter 2009

Bikker-Bekkers, M. (2017). *Pensioenfondsen: heb impact met vastgoed*.
Opgehaald op 04 juni 2023, van <https://nl.linkedin.com/pulse/pensioenfondsen-heb-impact-met-vastgoed-marleen-bikker-bekkers>

Black, F. & Litterman, R. (1992). *Global Portfolio Optimization*. Financial Analysts Journal – September-October 1992.
Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Brandstetter, L. & Lehner, O.M. (2015). *Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools*. Entrepreneurship Research Journal.
Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Brealey, R.A., Myers, S.C. & Marcus, A.J. (2022). *Fundamentals of Corporate Finance – Eleventh Edition*. New York, McGraw Hill

Brest, P. & Born, K. (2013). *When Can Impact Investing Create Real Impact?* Stanford Social Innovation Review.
Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Brown, A. (2004). *Strategic Asset Allocation – Liability benchmarking and dynamic risk budgeting*. Pensions Vol. 10.
Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Caseau, C. & Grolleau, G. (2020). *Impact Investing: Killing Two Birds with One Stone?* Financial Analyst Journal.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Centraal Bureau voor de Statistiek (2023). *Institutionele Beleggers*.
Opgehaald op 22 juli 2023, van <https://www.cbs.nl/nl-nl/onze-diensten/methoden/onderzoeksomschrijvingen/korte-onderzoeksomschrijvingen/institutionele-beleggers#:~:text=Institutionele%20beleggers%20zijn%20instellingen%20die,beleggen%20met%20een%20gewenst%20risicoprofiel>

Chowdhry, B., Davies, S.W. & Waters, B. (2019). *Investing for Impact*. Oxford, Oxford University Press.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Clark, T., Foster, L., Sloan, L. & Bryman, A. (2021). *Bryman's social research methods*. Oxford, United Kingdom. Oxford University Press

Dächert, K., Grindel, R., Leoff, E., Mahnkopp, J., Schirra, F. & Wenzel, J. (2021). *Multicriteria asset allocation in practice*.
Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Dam, J. van. Jeucken, M. & Douma, K. (2022). *Integratie van duurzaamheid in strategische asset allocatie: tijd voor actie*.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van

<https://spilplatform.com/wp-content/uploads/sites/329/2022/02/SPII-Working-Paper-Integratie-van-duurzaamheid-in-strategische-asset-allocatie.pdf>

De Nederlandsche Bank N.V. (2015). *Prudent person regel als open norm*.

Opgehaald op 23 juli, van [https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-](https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/prudent-person-regel-als-open-norm/)

[toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/prudent-person-regel-als-open-norm/](https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/prudentieel-toezicht/beleggingen/prudent-person-regel-als-open-norm/)

De Nederlandsche Bank N.V. (2018). *Sectorbrief Duurzaam beleggen pensioenfondsen: Inzichten uit de praktijk*.

Opgehaald op 03 juni 2023, van https://www.dnb.nl/media/obilmqbb/01829-03_sectoral-letter-on-sustainable-investments-by-pension-funds.pdf

De Nederlandsche Bank N.V. (2023a). *Werkgroep SDG-impactmeting*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van: <https://www.dnb.nl/groene-economie/platform-voor-duurzame-financiering/werkgroep-sdg-impactmeting/>

De Nederlandsche Bank N.V. (2023b) *Factsheet risicohouding pensioenuitvoerders*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van [https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-](https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/verzamel pagina-transitie-wet-toekomst-pensioenen/risicohouding/factsheet-risicohouding-pensioenuitvoerders/#:~:text=Deze%20factsheet%20beschrijft%20de%20wettelijke,van%20de%20risicohouding%20door%20pensioenuitvoerders)

[toezicht/sectoren/pensioenfondsen/verzamel pagina-transitie-wet-toekomst-pensioenen/risicohouding/factsheet-risicohouding-pensioenuitvoerders/#:~:text=Deze%20factsheet%20beschrijft%20de%20wettelijke,van%20de%20risicohouding%20door%20pensioenuitvoerders](https://www.dnb.nl/voor-de-sector/open-boek-toezicht/sectoren/pensioenfondsen/verzamel pagina-transitie-wet-toekomst-pensioenen/risicohouding/factsheet-risicohouding-pensioenuitvoerders/#:~:text=Deze%20factsheet%20beschrijft%20de%20wettelijke,van%20de%20risicohouding%20door%20pensioenuitvoerders)

Dijk, E. van & Geels, H. (2007). *Het grote belang van tactische asset allocatie*.

VBA Journaal nr. 1, voorjaar 2007

Dijk, R.W.Y. van (2022). *Verduurzamen van vastgoed, een ongeplaveide weg richting Parijs*.

Breukelen, Thesis Executive Insurance Program Nyenrode

Doskeland, T. & Pedersen, L.J.T. (2016) *Investing with Brain or Heart? A Field Experiment on Responsible Investment*. Institute for Operations Research and the Management Science.

Opgehaald op 04 juni 2023, van

<https://pubsonline.informs.org/doi/pdf/10.1287/mnsc.2015.2208>

Duiker, J., Bijleveld, B & Ipenburg, P. van (2016). *Impact Investing: From Niche to Mainstream*. Utrecht, VBDO.

Opgehaald op 19 mei 2023, van [https://www.vbdo.nl/wp-](https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2016/02/ImpactInvestment_Final.pdf)

[content/uploads/2016/02/ImpactInvestment_Final.pdf](https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2016/02/ImpactInvestment_Final.pdf)

Duiker, J. & Til, F. van (2022). *Pension Funds and Impact Investing 2022: Time to move the needle*. Utrecht, VBDO.

Opgehaald op 19 mei 2023, van [https://www.vbdo.nl/wp-](https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2022/11/Pension-Funds-and-Impact-Investing-2022_web.pdf)

[content/uploads/2022/11/Pension-Funds-and-Impact-Investing-2022_web.pdf](https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2022/11/Pension-Funds-and-Impact-Investing-2022_web.pdf)

Dziwok, E. (2014). *Asset Allocation Strategy in Investment Portfolio Construction – A Comparative Analysis*. Journal of Economics & Management, Volume 18.
Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Eichholtz, P. (2023). *De schaduwzijde van impactinvesteringen in verduurzaming*. Real Estate Research Quarterly – mei 2023

EUR-LEX (2023). *Toelichting*.
Opgehaald op 03 november 2023, [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=PI_COM:C\(2021\)2800&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=PI_COM:C(2021)2800&from=EN)

Europese Commissie (2014). *Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission legislation and in practice relating to EuSEFs and the EaSI*.
Opgehaald op 04 november 2023, van <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/0c0b5d38-4ac8-43d1-a7af-32f7b6fcf1cc>

Europese Commissie (2019). *Mededeling van de Commissie – De Europese Green Deal*.
Opgehaald op 03 november 2023, van <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/?qid=1588580774040&uri=CELEX%3A52019DC0640>

Europese Commissie (2023a). *EU Taxonomy Navigator*.
Opgehaald op 03 november 2023, van <https://ec.europa.eu/sustainable-finance-taxonomy/>

Europese Commissie (2023b). *EU Taxonomy for sustainable activities*.
Opgehaald op 03 november 2023, van https://finance.ec.europa.eu/sustainable-finance/tools-and-standards/eu-taxonomy-sustainable-activities_en

EU Taxonomy Info (2023). *EU Taxonomy Overview*.
Opgehaald op 03 november 2023, van <https://eu-taxonomy.info/info/eu-taxonomy-overview>

Flowerdew, R. & Martin, D. (2005). *Methods in human geography: A guide for students doing a research project*. Essex, England. Pearson Education Limited

Folker, M.E. (2021). *Impacting investing binnen de vastgoedportefeuilles van institutionele beleggers - de maatschappelijke waarde van private beleggingen in vastgoed: strategie of bijproduct?* Amsterdam, MSRE Scriptie, Amsterdam School of Real Estate.
Opgehaald op 27 april 2023, van Vastgoedbibliotheek Amsterdam School of Real Estate

Franklin Templeton (2023). *Franklin Templeton Social Infrastructure Fund, S.C.A. SICAV-SIF – Annual Impact Report*.
Opgehaald op 30 mei 2023, van <https://www.franklintempleton.co.uk/insights/impact-investing-in-real-estate>

Geczy, C., Jeffers, J.S., Musto, D.K. & Tucker, A.M. (2021). *Contracts with (Social) benefits: The implementation of impact investing*. Journal of Financial Economics.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Geltner, D.M., Miller, N.G., Clayton, J. & Eichholtz, P. (2021). *Commercial Real Estate Analysis and Investments*. Brookfield, Mbition

Global Impact Investing Network (2023a). *Impact Investing*.
Opgehaald op 18 juli 2023, van <https://thegiin.org/impact-investing/>

Global Impact Investing Network (2023b). *Guidance for pursuing impact in listed equities*.
Opgehaald op 03 juni 2023, van
https://thegiin.org/assets/Guidance%20for%20Pursuing%20Impact%20in%20Listed%20Equities_Final%202023.pdf

Gool, P. van (2019). *Discussienotitie: Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid?*
Opgehaald op 07 mei 2023, van Vastgoedbibliotheek Amsterdam School of Real Estate

Gool, P. van, Jager, P., Theebe, M.A.J., Veenhoven, R. & Weisz, R.M. (2020). *Onroerend goed als belegging (zesde druk)*. Deventer, Wolters Kluwer

Gool, P. van & Mijsberg, R. (2019). *Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid?*
Opgehaald op 07 mei 2023, van Vastgoedbibliotheek Amsterdam School of Real Estate

Guter-Sandu, A. (2022). *Accounting infrastructures and the negotiation of social and economic returns under financialization: The case of impact investing*. Competition & Change.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Hand, D., Ringel, B. & Danel, A. (2022). *Sizing the Impact Investing Market: 2022*. New York, The Global Impact Investing Network (GIIN).
Opgehaald op 07 mei 2023, van <https://thegiin.org/assets/2022-Market%20Sizing%20Report-Final.pdf>

Harvey, F., Myres, K. & Price, G. (2022). *The Impact of Framing on Impact Investing*. Johannesburg, African Journal of Business and Economic Research.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Hehenberger, L., Mair, J. & Metz, A. (2019). *The assembly of field ideology: An idea-centric perspective on systemic power in impact investing*. Academy of Management Journal 2019, Vol. 62. 1672 – 1704.
Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Henderson, A., Tano, J. & Szyman, A. (2022). *Residential real estate: it's not just 'doing good', it also makes financial sense – The growth of impact investing, and opportunities with residential housing*.
Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Heuvel, H. van den (2016). *Solvency II en Vastgoed bij Nederlandse (Levens)Verzekeraars – Wat is de impact van Solvency II op de strategische asset allocatie van verzekeraars naar vastgoed?*

Opgehaald op 25 juli 2023, van Vastgoedbibliotheek

Höchstädter, A.K. & Scheck, B. (2014). *What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners*. Hamburg, Journal of Business Ethics.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Hoek-Gerritsen, S. van (2015). *Schrijfgids voor Economen (4e herziene druk)*. Bussum: Couthino

Hoevenaars, R.P.P.M, Molenaar, R.D.J., Schotman, P.C. & Steenkamp, T.B.M. (2008). *Strategic Asset Allocation with Liabilities: Beyond Stocks and Bonds*. Journal of Economic Dynamics & Control, 32.

Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Hudson-Wilson, S., Gordon, J.N., Fabozzi, F.J., Anson, M.J.P. & Giliberto, S.M. (2005). *Why real estate? An expanding role for institutional investors*. Journal of portfolio management, special issue. P 12-27

INREV (2020). *Impact Investing Paper 2020*.

Opgehaald op 19 mei 2023, van https://www.inrev.org/system/files/2020-10/INREV-Impact-Investing-Paper-2020_1.pdf

Islam, S.M. (2022). *Impact investing in social sector organisations: a systematic review and research agenda*. Accounting & Finance.

Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Jackson, E.T. (2013). *Interrogating the theory of change: evaluation impact investing where it matters most*. Journal of Sustainable Finance & Investment.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Jacobs, R.J. & Levy, J.G. (2022). *Impact investing in real estate: the emergence of social infrastructure*. IPE Real Assets. Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Janssen, J. (2023). *Financiële sector, rapporteer ook kwantitatieve bijdragen aan SDG's*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van:

<https://www.pwc.nl/nl/themas/blogs/financiele-sector-rapporteer-ook-kwantitatieve-bijdragen-aan-SDGs.html>

Jong, M. de & Rocco, S. (2022). *ESG and Impact Investing*. Journal of Asset Management.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Kapiteyn, G.J. & Worms, C. (2009). *De bijdrage van vastgoed aan Liability Driven Investing*.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van <https://www.ivbn.nl/viewer/file.aspx?FileInfoID=231>

Klein Haneveld, W.K, Streutker, M.H. & Vlerk, M.H. van der (2009). *An ALM model for pension funds using integrated chance constraints*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Kleynen, R.H.M.A. (1996). *Asset Liability Management binnen Pensioenfondsen*. Tilbury University.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van

<https://pure.uvt.nl/ws/portalfiles/portal/810978/198255.pdf>

Lamm-Tennant, J. (1989). *Asset/Liability Management for the Life Insurer: Situation Analysis and Strategy Formulation*. The Journal of Risk and Insurance.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Lausberg, P. (2017). *Hoe om te gaan met politiek risico in de asset allocatie?* VBA Beleggingsprofessionals Journal nummer 310

Lee, M., Abdi, A. & Singh, J. (2019). *Categorical cognition and outcome efficiency in impact investing decisions*. Strat. Mgmt. J. 2020;41:86-107.

Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Leibowitz, M.L. (1987a). *Pension Asset Allocation through Surplus Management*. Financial Analysts Journal / March-April 1987.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Leibowitz, M.L. (1987b). *A new perspective on Asset Allocation*. The Research Foundation of The Institute of Chartered Financial Analysts.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Maarleveld, W. & Peet, M. van der (2019). *Impact Investing \ White Paper*. Amsterdam, Kempen Asset Management.

Opgehaald op 19 mei 2023, van www.kempen.com/-/media/Asset-Management/ESG/Whitepaper-impact-investing-ENG.pdf

Markowitz, H.M. (1952). *Portfolio Selection*. The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1 (Mar., 1952).

Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Markowitz, H.M. (1999). *The Early History of Portfolio Theory: 1600 – 1960*. Financial Analysts Journal July/August 1999

Markowitz, L., Cobb, D. & Hedley, M. (2011). *Framing ambiguity: insider/outside and the successful legitimization project of the socially responsible mutual fund industry*. Organization 19(1) 3-23.

Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Marquard, A.R. (2017). *Basissyllabus module I – Inleiding Beleggingsanalyse*. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate

Massie, E. (2023). *Beyond Modern Portfolio Theory: Risk based decision making*.

Matthews, J., Leary, K., Mudaliar, A., Pineiro, A., Dithrich, H. (2017). *The financial performance of real assets impact investments*.

Opgehaald op 03 juni 2023, van

https://thegiin.org/assets/The%20Financial%20Performance%20of%20Real%20Assets%20Impact%20Investments_webfile.pdf

McVitty, J. (2020). *The rise of impact investing and opportunity in affordable housing*.

Housing Finance International. Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Molenaar, R., Vlaar, P., Goorbergh, R. van den & Steenbeek, O. (2010). *ALM-modellen na de kredietcrisis*. VBA Journaal nummer 3

Nijhof, A. & Bruin, A. de (2021). *Wie willen wij als verzekeraars zijn?*

Opgehaald op 03 juni 2023, van https://www.verzekeraars.nl/media/9782/impact-program-2021_position-paper_impact-coalitie-verzekeraars_def.pdf

OECD (2021). *Mobilising institutional investors for financing sustainable development in developing countries: Emerging evidence of opportunities and challenges*. OECD Publishing, Parijs.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van

<https://www.oecd.org/dac/financing-sustainable-development/Mobilising-institutional-investors-for-financing-sustainable-development-final.pdf>

Ortec Finance (2023). *About Ortec Finance*.

Opgehaald op 17 september 2023, van <https://www.ortecfinance.com/en/about-ortec-finance>

Pandit, V. & Tamhane, T. (2018). *A closer look at Impact Investing*. McKinsey Quarterly, 00475396, 2018, Uitgave 1.

Opgehaald op 03 juni 2023, van EBSCO

Pensioenfederatie (2023a). *Nederlandse pensioensysteem*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van <https://www.pensioenfederatie.nl/website/publieke-landingspagina/nederlandse-pensioensysteem>

Pensioenfederatie (2023b). *Servicedocument Sustainable Development Goals*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van

<https://www.pensioenfederatie.nl/website/publicaties/servicedocumenten/servicedocument-sustainable-development-goals>

Phenix Capital (2022). *Impact Report – Real Estate & Infrastructure Funds at a glance*.

Opgehaald op 22 mei 2023, van https://phenixcapitalgroup.com/download-impact-report-real-estate-infrastructure-september-2022?__hstc=141357613.3e7feca2d7c18e595f362cc6cf559ab2.1685791165052.1685791165052.1685791165052.1&__hssc=141357613.1.1685791165052&__hsfp=120875861

Phenix Capital (2023a). *Impact Investing: What is it?*

Opgehaald op 23 juli 2023, van <https://phenixcapitalgroup.com/what-is-impact-investing>

Phenix Capital (2023b). *We facilitate impact investing across the globe.*

Opgehaald op 17 september 2023, van <https://phenixcapitalgroup.com/about-us>

Rijksoverheid (2023). *Sustainable Development Goals (SDG's): 17 doelen voor een duurzamere wereld.*

Opgehaald op 23 juli 2023, van

<https://www.rijksoverheid.nl/onderwerpen/ontwikkelingssamenwerking/internationale-afspraken-ontwikkelingssamenwerking/global-goals-wereldoelen-voor-duurzame-ontwikkeling#:~:text=De%20Duurzame%20Ontwikkelingsdoelen%20zijn%20wereldwijd,bereiken%2C%20waarin%20niemazd%20wordt%20buitengesloten>

Romanyuk, Y. (2010). *Asset-Liability Management: An Overview.*

Opgehaald op 25 juli 2023, van Google Scholar

Rubinstein, M. (2002). *Markowitz's Portfolio Selection: A Fifty-Year Retrospective.*

The Journal of Finance, Vol. LVII, No 3.

Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

Schmidt, R. (2023). *Are Business Ethics Effective? A Market Failures Approach to Impact Investing.* New York, Journal of Business Ethics.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

SDG Nederland (2023). *Dit zijn de Sustainable Development Goals.*

Opgehaald op 23 juli 2023, van <https://www.sdg nederland.nl/de-17-sdgs/>

Sharpe, W.F. & Tint, L.G. (1990). *Liabilities – A new approach.* Journal of Portfolio Management, Winter 1990.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van EBSCO

Sociaal Economische Raad (2018). *Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen.*

Opgehaald op 03 juni 2023, van

<https://www.pensioenfederatie.nl/website/themas/vermogensbeheer/imvb-convenant/over-het-convenant>

Stichting Netherlands Advisory Board on Impact Investing (2023). *2021-2023 Dutch Pension Funds Impact Investments.* Opgehaald op 22 mei 2023, van

<https://www.nabimpactinvesting.nl/post/2021-23-dutch-pension-funds-impact-investments>

Sunderji, S. & Ringel, B. (2022). *Institutional Asset Owners: Strategies for engaging with asset manager for impact.* Global Impact Investing Network.

Opgehaald op 19 mei 2023, van

https://thegiin.org/assets/Institutional%20Asset%20Owners_Strategies%20for%20Engaging%20with%20Asset%20Managers%20for%20Impact_FINAL.pdf

Sustainable Finance Platform (2021). *SDG Impact Measurement Overviews: An Introduction*. Opgehaald op 04 november 2023, van <https://www.dnb.nl/media/cvolotlq/sdg-impact-measurement-overviews-an-introduction.pdf>

Tammas-Hastings, D. (2017). *Beyond Modern Portfolio Theory: Liability-Driven Investment Strategies*.

Opgehaald op 03 oktober 2023, van <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2017/11/21/beyond-modern-portfolio-theory-liability-driven-investment-strategies/>

Thirion, I., Reichert, P., Xhauflair, V. & Jonck, J. de (2022). *From Fiduciary Duty to Impact Fidelity: Managerial Compensation in Impact Investing*. *Journal of Business Ethics*.

Opgehaald op 03 juni, van https://orbi.uliege.be/bitstream/2268/292006/1/JBE_2022_ImpactFidelity.pdf

Umar, Z. & Olson, D. (2021). *Strategic Asset Allocation and the Demand for Real Estate: International Evidence*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van EBSCO

UNDP (2023). *Sustainable Development Goals*.

Opgehaald op 23 juli 2023, van [https://www.undp.org/sustainable-development-goals#:~:text=The%20Sustainable%20Development%20Goals%20\(SDGs\)%2C%20also%20known%20as%20the,people%20enjoy%20peace%20and%20prosperity](https://www.undp.org/sustainable-development-goals#:~:text=The%20Sustainable%20Development%20Goals%20(SDGs)%2C%20also%20known%20as%20the,people%20enjoy%20peace%20and%20prosperity)

Vereniging van Bedrijfstakpensioenfondsen; UvB - Unie van Beroepspensioenfondsen & OPF - Stichting voor Ondernemingspensioenfondsen (2010). *Aanbevelingen Beleggingsbeleid, Besturen moet je doen!*

Opgehaald op 25 juli 2023, van Vastgoedbibliotheek

Vis, J.W. (2006). *Moderne Portefeuille Theorie & Indirect Beursgenoteerd Onroerend Goed*.

Opgehaald op 25 juli 2023, van Vastgoedbibliotheek

Welie, A.T.G. van (2021). *Syllabus Geavanceerde risicoanalyse*. Amsterdam, Amsterdam School of Real Estate

Wessemius-Chibrac, L. & Vasquez, S. (2022). *Are we punching below our weight? Impact investing in the Netherlands: status quo, barriers and ways to unleash further growth*.

Opgehaald op 29 augustus 2023, van: <https://www.nabimpactinvesting.nl/post/mapping>

Wouters, A. (2012). *Verzekeraars begeleiden bij de bepaling van hun asset allocatie onder Solvency II*. *Financieel Investigator* Nummer 6 / 2012

Yan, S., Almandoz, J. & Ferraro, F. (2021). *The Impact of Logic (In)Compatibility: Green Investing, State Policy, and Corporate Environmental Performance*. *Administrative Science Quarterly*.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Yasar, B. (2021). *Impact Investing: A review of the current state and opportunities for development*. Istanbul, Istanbul Business Research.

Opgehaald op 19 mei 2023, van EBSCO

Zhang, Y. (2023). *Mean-Variance Asset Liability Management Under CIR Interest Rate and the Family of 4/2 Stochastic Volatility Models with Derivative Trading*. *Journal of Industry and Management Optimization*, Vol. 19, No. 6, June 2023

9. Bijlagen

Bijlage 1. Transcripties interviews

- Bijlage 1.a 07.07.2023 Interview Pensioenfonds 1
- Bijlage 1.b 20.07.2023 Interview Pensioenfonds 2
- Bijlage 1.c 21.07.2023 Interview Pensioenfonds 3
- Bijlage 1.d 24.07.2023 Interview Verzekeraar 1
- Bijlage 1.e 25.07.2023 Interview Verzekeraar 2 Deel I
- Bijlage 1.f 26.07.2023 Interview Verzekeraar 2 Deel II
- Bijlage 1.g 03.08.2023 Interview Pensioenfonds 4
- Bijlage 1.h 03.08.2023 Interview Pensioenfonds 5
- Bijlage 1.i 10.08.2023 Interview Verzekeraar 3
- Bijlage 1.j 15.08.2023 Interview Verzekeraar 4
- Bijlage 1.k 21.09.2023 Interview Pensioenfonds 6

Bijlage 2. Analyse interviews

- Bijlage 2.a Codeboom impact investing in de asset allocatie
- Bijlage 2.b Co Occurance matrix met meest voorkomende co occurrences
- Bijlage 2.c Co Occurance SFDR & greenwashing

Bijlage 3. Opzet expertpanel

- Bijlage 3.a Briefing expertpanel 21 september 2023 - Impact investing in the asset allocation of (Dutch) institutional investors
- Bijlage 3.b Discussiedocument expertpanel 21 september 2023

Bijlage 4. Transcripties expertpanel

- Bijlage 4.a 21.09.2023 Expertpanel – Deel I EN
- Bijlage 4.b 21.09.2023 Expertpanel – Deel II NL

