

Impact investing binnen de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers

De maatschappelijke waarde van private beleggingen in vastgoed: strategie of bijproduct?



M.E. Folker
MSRE Scriptie 2020-2021
Datum: 30 maart 2021

Eerste beoordelaar: Hans op 't Veld

Colofon

Instituut: Amsterdam School of Real Estate (ASRE)
Opleiding: Master in Real Estate (MSRE)
Document: Scriptie
Titel: Impact investing binnen de vastgoedportefeuille van institutionele beleggers
Ondertitel: De maatschappelijke waarde van private beleggingen in vastgoed: strategie of bijproduct?
Status: Definitief
Student: Marlies Folker
E-mail: mfolker@amvest.nl
Datum: 30 maart 2021
1^e beoordelaar: Hans op 't Veld
2^e beoordelaar: Jantine Schrader

Voorwoord

Vanaf de start van het onderzoek is de zoektocht begonnen naar het, voor mij, passende onderwerp om mijn ASRE periode mee af te sluiten. Als assetmanager bij een van de grootste institutionele woningbeleggers in Nederland, valt de negatieve berichtgeving in de media mij de afgelopen jaren extra op over beleggers die 'hun zakken vullen' met inkomsten uit woningbouw.

Echter, in de praktijk ligt dit een stuk genuanceerder, dan wel tegenovergesteld aan de media uitingen. In deze scriptie wil ik deze andere kant belichten van de institutionele belegger. De maatschappelijke bijdrage of terwijl de invloed die uitgeoefend wordt op het leefklimaat van een groot deel van Nederland. Want vastgoed is een direct middel om bij te dragen aan de woonomgeving van mensen. Zowel in de gebouwen als de gebieden hieromheen. De Corona-crisis, te midden in het onderzoek van deze scriptie, heeft het belang van een goede woonomgeving extra benadrukt. Naast een eventuele heroverweging van de woonwensen werd de woonomgeving door thuiswerken voor velen hetzelfde als de werkomgeving. Hiermee is de invloed op het leefklimaat door middel van woningbouw (ontwikkeling) extra onder de aandacht gekomen.

Ondanks een duidelijk streven, was de koppeling van het doel en de theorie in eerste instantie een ware zoektocht die enkele maanden langer in beslag heeft genomen dan oorspronkelijk het plan was. Jantine Schrader verdiepte zich in mijn onderzoeksopzet en opperde de term impact investing als theoretische basis aan het onderzoek te koppelen. Na diverse literatuur hierop nageslagen te hebben leek dit een goede match met de uitgangspunten van de scriptie en heb ik de onderzoeksopzet verduidelijkt. Gelukkig was ook de inhoudelijke kennis van impact investing aanwezig op de ASRE en met Hans op 't Veld vond ik dan ook de perfecte begeleider om mij inhoudelijk te ondersteunen in de zoektocht naar impact investing binnen de grootste institutionele woningbeleggers in Nederland.

Om ook het praktijkonderzoek gedegen te kunnen uitvoeren heb ik, naast eigen connecties, gebruik mogen maken van de connecties van de IVBN. Frank van Blokland deelde vanaf de start van het onderzoek het enthousiasme voor het onderwerp en heeft meegelezen en geadviseerd in de onderzoeksopzet. Simon van der Gaast heeft zich vanuit de IVBN eveneens verdiept in het onderwerp, meegelezen en leden van de IVBN benaderd met interesse in en kennis van het onderwerp om zo de interviews op een goed niveau te kunnen uitvoeren. Hij heeft eveneens deelgenomen aan de expertsessie waaraan, naast de IVBN, ook het Ministerie van Buitenlandse Zaken (Kim van Kastel en Sandra Pellegrom) en Norbert Bol (Chief Investment Officer bij Sweco) hebben deelgenomen.

Zodoende zijn er veel mensen betrokken en enthousiast geraakt over het onderzoek, heb ik handvatten aangereikt gekregen en advies kunnen vragen waardoor uiteindelijk deze scriptie tot stand is gekomen. Hiervoor wil ik alle betrokkenen via deze weg nogmaals hartelijk bedanken.

Naast alle inhoudelijke ondersteuning is de scriptie ook een kwestie van mentaal doorzettingsvermogen geweest. Het schrijven van een scriptie naast een fulltime baan kon niet zonder support van werk, vrienden en familie. Echter, zonder klasgenoten, in het bijzonder Baukje de Jong, was deze periode een stuk minder leuk geweest. Door samen op te trekken, elkaar te motiveren, adviseren en mee te lezen met elkaars scriptie, hebben we het proces samen doorlopen en elkaar kunnen ondersteunen in de totstandkoming van het onderzoek waarvoor veel dank!

Voor nu hoop ik dat deze scriptie een bijdrage kan leveren in de manier waarop de impact van beleggers op de woningmarkt wordt gezien en, met het oog op de toekomst, welke handvatten geboden kunnen worden om nog meer impact te kunnen maken op de woonomgeving in Nederland.

Managementsamenvatting

Zowel op nationaal als internationaal niveau staat verduurzaming hoog op de agenda's. Er wordt steeds meer verantwoording gevraagd over de gevolgen van het beleggen op de samenleving en het milieu. Op beide niveaus is er voldoende aanleiding om extra aandacht te besteden aan de kwaliteit van de leefomgeving.

In de theorie wordt het investeren in een betere wereld veelal aangeduid als impact investing (Van Gool, 2019). Impact investing is mogelijk in alle beleggingscategorieën, zowel aandelen, obligaties als vastgoed. Het wordt gezien als een ultieme stap in een proces naar maatschappelijk verantwoord beleggen. Ondanks het feit dat de institutionele beleggers slechts 2% van de woningvoorraad bezitten, zijn zij juist de houders van activa op de lange termijn. Maar in welke mate doen institutionele beleggers in Nederland, aangesloten bij de IVBN, binnen hun woningportefeuilles aan impact investing?

Er is een diversiteit aan aspecten welke als fundament dient van impact investing in de onroerend goed branche. Duidelijk is dat er een grote verscheidenheid aan definities wordt gebruikt om impact investeringen te omschrijven wat het geheel abstract en niet overzichtelijk maakt. Echter, de meeste bronnen hanteren wel drie uitgangspunten om de definitie vorm te geven. Ten eerste de intentionaliteit en additionaliteit van de impact, er moet sprake zijn van een maatschappelijk effect die anders niet zou zijn opgetreden. Ten tweede moet de impact investering zowel uit een maatschappelijk als financieel resultaat bestaan en tot slot is het van belang dat de behaalde resultaten meetbaar worden gemaakt.

Acht van de veelvoorkomende instrumenten / benaderingswijzen om duurzaamheid en impact in kaart te brengen, komen aan bod in hoofdstuk 3; de GRESB, GRI, SASB, CCREM, TOC, SWB, SDI AOP en de Taxonomie. Het Phenix Capital model wordt hierbij gebruikt om de diverse benaderingswijzen in te kunnen delen binnen het financieel of impact gedreven spectrum. Op deze manier kunnen ook de institutionele beleggers bepalen waar zij staan en waar ze eventueel naartoe willen ontwikkelen.

Uit interviews met 5 van de grootste institutionele woningbeleggers (met een portefeuille van >1 miljard), komen de volgende conclusies naar voren:

1. Duurzaamheid:

Duurzaamheid wordt gezien als een algemene verantwoordelijkheid van een partij die zich maatschappelijk betrokken voelt. Het vormt daarmee een van de kerndoelstellingen van de geïnterviewde beleggers. Het mes lijkt aan twee kanten te snijden; een duurzame portefeuille zorgt voor een sterk fundament wat zorgt voor een stabielere degelijke toekomst. Bij iedere investeringsdoelstelling wordt nadrukkelijk getoetst op duurzaamheid waardoor de institutionele beleggers hun portefeuille als (bijna) volledig geënt op duurzaamheid beschrijven. Voor nu wordt er hoofdzakelijk op energie uitstoot en CO2 ingezet, in de toekomst zal er meer gefocust gaan worden op circulair bouwen. Alle beleggers zijn bekend met de SDG doelstellingen, hoewel meer gedetailleerde bekendheid zeker een aandachtspunt vormt. SDG's 3, 7, 11, 12 en 13 staan hierbij het meest centraal voor beleggers, een enkele belegger focust daarnaast ook op 6. De GRESB wordt als belangrijkste duurzaamheidsbenchmark aangeduid waar alle betrokken beleggers deel aan nemen.



2. Impact investing

In het verlengde van duurzaamheid speelt impact investing een steeds grotere rol bij beleggers. Alle

beleggers zijn bekend met de term en bij meer dan de helft maakt het al een bewust onderdeel uit van de bedrijfsvoering. De inbedding van impact in een organisatie is echter lastig waar de terminologie en meetbaarheid nog niet eenduidig zijn en zodoende door de belegger zelf bepaald moeten worden. Impact mag daarbij niet ten kosten gaan van de kwaliteit van het product. Ondanks de wens om meer aan impact te doen in de toekomst, zijn alle beleggers in dit onderzoek het er over eens dat zij momenteel zowel bewust als onbewust al veel impact maken met hun portefeuille. Betaalbare woonruimte, het actief beheren van communities en focus op (deel)mobiliteit zijn de belangrijkste aspecten die hiervoor worden aangewezen. Ook wordt er gefocust op persoonlijke aandacht voor huurders en meer groen in de omgeving wat de veiligheid en het geluksgevoel ten goede komt. Impact heeft zodoende op diverse manieren direct invloed op het bieden van een prettig leefklimaat. Beleggers zijn dan ook van mening dat een groot deel van de huidige portefeuille al (deels) impact investering is.

De resultaten uit de interviews zijn besproken in een expertmeeting. Hieruit zijn de volgende aanbevelingen / conclusies geformuleerd:

- Duurzaamheid is ingebed in het DNA van beleggers, het belang is hier doorgedrongen in diverse lagen van de organisatie.
- Ondanks dat SDG 12 (verantwoorde consumptie en productie) door alle beleggers wordt benoemd, is er extra winst te behalen op circulariteit. Wellicht door een premium op circulaire gebouwen.
- Sterke roep van beleggers naar een eenvoudiger te duiden taxonomie (van de EU sustainable finance). Er zit een kennis gap tussen GRESB en SFDR van 30-40%.
- Er zijn handvatten nodig om eenduidige uitgangspunten in te kunnen nemen over impact investing, impact te kunnen meten en hierover te rapporteren.
- Educatie en transparantie kunnen bijdragen aan de omvang van impact investing binnen de woningportefeuilles van beleggers.
- Communiceer over de wijze waarop je impact maakt en laat je adviseren, want beleggers maken vaak beslissingen die onbewust perfect onder duurzaamheid / impact vallen.
- Wet- en regelgeving moeten het toegankelijk maken stappen in duurzaamheid te zetten zonder hiervoor afgestraft te worden. Samenwerking met overheid moet tot stand komen middels de branchevereniging.
- Gezamenlijk optreden van overheid, IVBN en beleggers om impact investing een eenduidig begrip te maken met duidelijke (sub)doelstellingen.

Er is veel awareness bij beleggers, overheid en branchevereniging voor impact investing. De maatschappelijke meerwaarde speelt een grote rol in de aankoop van woningbeleggingen. De theoretische uitgangspunten meetbaarheid en additionaliteit kunnen nog niet voldoende door beleggers worden onderbouwd. De mate waarin institutionele beleggers aan impact investing doen, blijft bij een eerste inschatting en zal in de nabije toekomst een meer meetbaar karakter moeten krijgen om hier beter over de kunnen rapporteren. Op dit moment zijn de beleggers afzonderlijk bezig met het opstellen van richtlijnen en doelstellingen omtrent impact investing. Een gezamenlijke aanpak met een coördinerende rol voor de IVBN kan ervoor zorgen dat deze richtlijnen en doelstellingen eenduidig worden geformuleerd waardoor de verschillende beleggers duidelijke handvatten krijgen in de uitwerking van impact investing binnen de woningportefeuilles. Op deze wijze kan de maatschappelijke impact die institutionele woningbeleggers hebben op het leefklimaat in Nederland beter worden geformuleerd en ook naar buiten toe worden gecommuniceerd om te laten zien welke positieve impact beleggers hebben. Daarnaast zorgt een toekomstbestendige portefeuille voor een steviger en stabielere rendement voor de beleggers.

INHOUD

H1.	Inleiding.....	5
1.1	<i>Aanleiding.....</i>	5
1.2	<i>Probleemstelling en onderwerp</i>	6
1.3	<i>Hoofd- en deelvragen</i>	6
1.4	<i>Doelstelling en relevantie</i>	7
1.5	<i>Afbakening</i>	7
1.6	<i>Onderzoeksmethoden en -model</i>	7
1.7	<i>Leeswijzer</i>	8
H2.	Kader: institutionele beleggers en woningbouw.....	9
2.1	<i>De onroerendgoedmarkt</i>	9
2.2	<i>De rol van de institutionele belegger.....</i>	12
2.3	<i>De rol van de bancaire sector.....</i>	13
2.4	<i>Deelconclusie</i>	13
H3.	Maatschappelijke (meer)waarde van woningvastgoed.....	14
3.1	<i>Definitie: impact investing</i>	14
3.2	<i>Uitgangspunten: Impact investing</i>	15
3.3	<i>Impact investing vanuit mondiaal perspectief</i>	22
3.4	<i>Impact investing in de Nederlandse institutionele beleggingswereld</i>	24
3.5	<i>Financieren van duurzame beleggingen</i>	25
3.6	<i>Deelconclusie</i>	26
H4.	De impact van institutionele beleggers	27
4.1	<i>De institutionele beleggers binnen het onderzoek.....</i>	27
4.2	<i>Desk research: IVBN woningbeleggers en hun maatschappelijke impact.</i>	28
4.3	<i>Field research: IVBN woningbeleggers en hun maatschappelijke impact.</i>	29
4.4	<i>Deelconclusie</i>	40
H5.	Deskundigen aan het woord	42
5.1	<i>Expert sessie: onderzoeksmethode.....</i>	42
5.2	<i>Expert sessie: onderzoeksresultaten.....</i>	43
5.3	<i>Deelconclusie</i>	49
H6.	Conclusies en aanbevelingen.....	50
6.1	<i>Aanbevelingen</i>	50
6.2	<i>Conclusie</i>	52
6.3	<i>Vervolgonderzoek</i>	53
6.4	<i>Reflectie.....</i>	54
H7.	Literatuur.....	55
	Bijlagen:.....	58

H1. Inleiding

1.1 Aanleiding

Zowel op nationaal als internationaal niveau staat verduurzaming hoog op de agenda's. De stikstofbeperkingen waarmee de bouwwereld te maken heeft gekregen is een van de meest actuele maatregelen van de overheid om invloed uit te oefenen op zaken als duurzaamheid en circulariteit in de vastgoedwereld. Beleggers voeren duurzame renovaties uit in de bestaande woningvoorraad en stellen aanvullende eisen voor nieuwe toevoegingen in de portefeuille. Ook de consument ziet het belang van een duurzaam product in waardoor de noodzaak duurzaam te bouwen voor ontwikkelaars sterk toeneemt. Door de omvang van project- en gebiedsontwikkelingen is de invloed op de verduurzaming van de leefomgeving door deze beroepsgroep dan ook groot.

Naast het oplopende duurzaamheidsbelang, heeft Nederland te maken met maatschappelijke problemen waardoor extra druk op de leefomgeving ontstaat. Een tekort aan leerkrachten, agenten en verplegers in grote steden door hoge woonprijzen, de zogenoemde huisjesmelkers die de prijzen van huurwoningen op zouden drijven, starters die niet toe kunnen treden op de woningmarkt en een groeiend tekort aan woningen door oplopende bouwkosten en grondprijzen zijn voorbeelden uit de dagelijkse praktijk die het huren of kopen van een woning bemoeilijken. Daarnaast speelt, vooral in grote steden, het sociaal maatschappelijke probleem van vereenzaming een steeds grotere rol. Door de hectiek van de dag in combinatie met digitalisering wordt wonen steeds anoniemer. Er lijkt een drang van de consument om online connecties weer offline te maken (Broeren, 2018). In 2016 gaf maar liefst 43% van de inwoners in Nederland aan weleens eenzaam te zijn waarvan 10% zich (zeer) ernstig eenzaam voelt (Volksgezondheid, n.b.). Kortom, een grote diversiteit aan (maatschappelijke) problemen waarbinnen de belegger en ontwikkelaar in de vastgoedwereld zal moeten acteren.

Bovenstaande korte samenvatting van de huidige problematiek in de woningvastgoed toont het belang van vastgoed in de leefomgeving aan. We leven in een wereld waar meer en meer verantwoording wordt gevraagd over de gevolgen van het beleggen voor de samenleving en het milieu (Van Gool, 2019). Zowel op internationaal als nationaal niveau is er meer dan voldoende aanleiding om extra aandacht te besteden aan de kwaliteit van de leefomgeving. Als assetmanager bij ontwikkelende belegger Amvest, is dit een dagelijks punt van aandacht. Zowel in bestaande bouw als bij de aankoop van nieuwe (gebieds)ontwikkelingen. Met het creëren van een leefomgeving die voldoet aan alle huidige eisen maar waar eveneens tegemoet wordt gekomen aan maatschappelijke aandachtspunten, wordt niet alleen op de korte maar ook op de langere termijn een stabiel rendement gecreëerd. Er lijkt een wisselwerking te zijn tussen huidig rendement, maatschappelijke (meer)waarde en toekomstig rendement.

In de theorie wordt het investeren in een betere wereld veelal aangeduid als impact investing (Van Gool, 2019). Impact investing is mogelijk in alle beleggingscategorieën, zowel aandelen, obligaties als vastgoed. Het wordt gezien als een ultieme stap in een proces naar maatschappelijk verantwoord beleggen (Van Gool, 2019). Echter, de zoektocht naar impact investing in combinatie met portefeuilles van institutionele beleggers levert in eerste instantie weinig resultaat op. Welke doelstellingen hebben institutionele beleggers binnen hun vastgoedportefeuille met betrekking tot impact investing? Een eerste gesprek met Peter van Gool (ASRE) en Frank van Blokland (IVBN) doen vermoeden dat beleggers wel veel doen maar niet specifiek iets meten of meetbaar maken. Deze scriptie heeft hoofdzakelijk als doel een bijdrage te leveren aan de institutionele vastgoedsector door het bieden van inzicht in de omvang van impact investing en de kijk die de verschillende institutionele beleggers hebben op dit onderwerp. Hoe staan de beleggers tegenover impact investing en hoe (on)bewust wordt hierop gehandeld?

1.2 Probleemstelling en onderwerp

Juist de vastgoedmarkt waarin projectontwikkelaars en beleggers een grote rol spelen, kan impact hebben op de aanpak van maatschappelijke problematiek. Hoewel rendementseisen hoofdzakelijk als uitgangspunt worden gebruikt voor het al dan niet ontwikkelen en investeren in een gebied, legt deze scriptie de nadruk op de maatschappelijk kant van deze investeringen. Maar wellicht hoeft het een het ander niet uit te sluiten, want juist door het aanpakken van problemen in de samenleving, ontstaat een (gebieds)ontwikkeling waar de consument graag wil wonen. Juist deze gebieden kunnen in de toekomst een stabiel rendement voor beleggers bieden. Dit rendement-risico-profiel van beleggers is een belangrijk uitgangspunt in de discussie van maatschappelijk en duurzaam investeren waarbij in deze scriptie de term impact investing centraal staat. Er bestaan verschillende definities omtrent het onderzoeksonderwerp impact investing. Impact investing kan eenvoudigweg worden omschreven als het investeren in een betere wereld (Van Gool, 2019). De term impact investing wordt echter door diverse partijen anders benoemd of omschreven, ook wel doelinvesteren (DNB), beleggen met betekenis (Syntrus Achmea) of beleggen in oplossingen (PGGM). Impact investing staat qua beleggingsvolume nog in de kinderschoenen. Al gebeurt er feitelijk meer dan wordt gedacht (Van Gool 2019). En juist dat laatste onderdeel wordt in deze scriptie nader onderzocht. Want hoeveel wordt er dan feitelijk meer gedaan dan gedacht wordt? En, is er ruimte om meer aan impact investing te doen vanuit aandeelhouders met het oog op een duurzame toekomst?

1.3 Hoofd- en deelvragen

De centrale hoofdvraag van dit onderzoek luidt:

In welke mate doen institutionele beleggers in Nederland binnen hun woningportefeuille(s) aan impact investing?

Deelvragen:

1. In hoeverre is impact investing ingebed in het huidige beleggingsbeleid van institutionele beleggers in Nederland ten behoeve van woningvastgoed?
 - Hoe is de beleggingswereld voor woningvastgoed in Nederland opgebouwd?
 - Welke actoren spelen een rol binnen de Nederlandse woningvoorraad en welke positie nemen institutionele beleggers in?
 - Welke aspecten binnen de institutionele beleggingswereld zijn van invloed op de wijze waarop betrokken partijen acteren?
 - Wat wordt verstaan onder impact investing en welke vereisten liggen eraan ten grondslag?
2. Maken institutionele beleggers volgens henzelf en experts impact met hun woningvastgoed en wat is er eventueel mogelijk om deze impact uit te breiden?
 - Aan welke duurzaamheidsrichtlijnen wordt door beleggers aandacht besteed en (hoe) wordt hierover gecommuniceerd / gepubliceerd?
 - Hebben institutionele beleggers in Nederland een strategie die verband houdt met impact investing en (hoe) verschilt hun kijk hierop onderling?
 - Maakt impact investing onderdeel uit van de aankoopbeslissing bij nieuwbouw?
 - In hoeverre leggen aandeelhouders van institutionele beleggers eisen / wensen op ten behoeve van impact investeringen?
 - Welke rol gaat impact investing in de toekomst innemen binnen de institutionele woningbeleggingsmarkt in Nederland?
 - Zijn er aanbevelingen te formuleren om impact investing (nog) meer onder de aandacht te brengen?

1.4 Doelstelling en relevantie

Voor institutionele beleggers die zich bezig houden met woningvastgoed is er een grote relevantie om dit onderwerp beter in kaart te brengen. Dit zit hem met name in het creëren van inzicht en overzicht met betrekking tot de omvang van impact investing in de institutionele beleggingssector. Er wordt onderzocht in welke mate de theorie in de praktijk bekend is en of dit een rol speelt bij de aankoop van een project. Daarna kan gekeken worden naar optimalisatiemogelijkheden van impact investing in vastgoed in de toekomst. Deze relevantie wordt door de IVBN, vereniging van institutionele beleggers in Nederland, onderstreept daar zij graag meer van de maatschappelijke waarde binnen het woningvastgoed willen benadrukken en hierover willen rapporteren.

1.5 Afbakening

Direct vastgoed leent zich uitstekend voor impact beleggingen door de directe invloed op de leefomgeving. In deze scriptie wordt onderzoek gedaan naar de omvang van impact investing bij institutionele beleggers in Nederland. Ongeacht of de institutionele belegger ook in buitenlands vastgoed belegt, zal dit onderzoek zich alleen focussen op de vastgoedportefeuille in Nederland. De kijk van de belegger op impact investing kan zich uiteraard wel verder strekken dan nationaal niveau. De rol van woningcorporaties en particuliere beleggers op de Nederlandse vastgoedmarkt wordt in dit onderzoek wel aangehaald maar niet nader onderzocht.

1.6 Onderzoeksmethoden en -model

De centrale hoofd- en deelvragen zullen door middel van deze TPA-structuur (Van Hoek-Gerritsen, 2015) worden behandeld in het onderzoek.

Ad. 1 Theorie

Op basis van literatuuronderzoek zal in de scriptie een theoretisch kader worden uiteengezet. Het begrip impact investing zal de basis vormen van het theoretische kader en, afhankelijk van gevonden informatie, worden aangevuld met eventueel extra theorie. Het theoretische onderzoek maakt de beantwoording van deelvraag 1 mogelijk.

Ad. 2 Praktijk

Aan de hand van de toetsingscriteria die opgebouwd worden naar aanleiding van de theorie, zal een marktonderzoek plaatsvinden dat kwalitatief van aard is. Het onderzoek heeft een verkennend karakter waarbij een kwalitatief onderzoek zeer passend is. Het praktijkonderzoek is tweeledig; markt- en expertonderzoek wat tezamen zorgt voor ontwikkeling van kennis en inzichten. Het praktijkonderzoek biedt handvatten voor de beantwoording van deelvraag 2.

Marktonderzoek

Om een representatief onderzoek uit te voeren, worden vijf van de grootste institutionele beleggers in Nederland, op basis van de woningportefeuille-omvang >1 miljard, in het marktonderzoek betrokken. Deze beleggers hebben het meeste institutionele eigendom en hebben daarmee de handvatten om invloed uit te oefenen middels hun vastgoed. Door de omvang van hun woningportefeuilles vormen zij een robuuste representatie van de institutionele belegger in dit onderzoek. De terminologie omtrent impact investing is vrij abstract van aard en behoeft nadere onderbouwing waarbij de kijk hierop per persoon kan verschillen. Juist om die reden is gekozen voor een interview ten opzichte van andere kwalitatieve onderzoeksmethoden. Door een interview in plaats van enquêtes kunnen de beleggers, naast antwoorden op vragen, wedervragen stellen, kanttekeningen plaatsen of aanvullingen geven op de antwoorden. Juist in deze extra verdieping en analyse ligt de meerwaarde van de onderzoeksmethode. In het marktonderzoek staat de mening van de belegger centraal om tot concrete uitspraken te komen over de kijk van de grootste institutionele woningbeleggers op impact investing. Het onderzoek verkrijgt robuustheid door te kijken in hoeverre

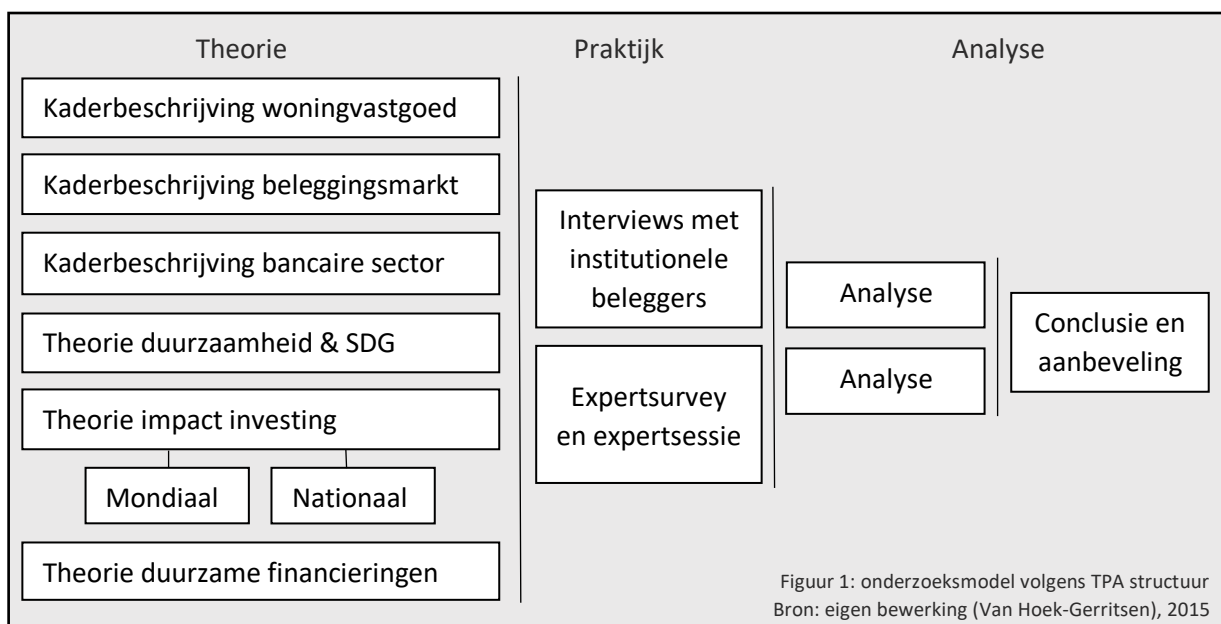
onderzoekresultaten gelijk blijven waar uitgangspunten tussen beleggers onderling nagenoeg hetzelfde zijn.

Expertonderzoek

Naast de interviews wordt een expertsessie gehouden waarbij de onderzoekresultaten uit de interviews centraal staan. In deze expertsessie wordt gekeken hoe een verdere uitwerking in de praktijk mogelijk is en welke handvatten geboden kunnen worden om impact investing in de dagelijkse praktijk van de vastgoedbelegger in te bedden. De te interviewen experts zijn bij voorkeur werkzaam bij (beleidsvormende) organisaties, juist hier ligt de mogelijkheid van het bieden van handvatten. Zij kunnen mogelijk concreet aan de slag met de resultaten uit de interviews met beleggers en met hun expertise een verdiepingsslag maken in de analyse en aanbevelingen van het onderzoek.

Ad. 3 Analyse

Vanuit een combinatie theorie en praktijk zal uiteindelijk geconcludeerd worden hoeveel institutionele beleggers impact investing momenteel als (deel)strategie zien en in hoeverre er ruimte is om meer aan impact investing te doen in de toekomst. Bij de formulering van de onderzoekresultaten zullen concrete aanbevelingen en acties worden beschreven om voor impact investing een gefundeerde aanpak te maken op strategisch en operationeel niveau. Ter verduidelijking van de gekozen methode en strategie binnen dit onderzoek, geeft figuur 1 het onderzoeksmodel weer.



1.7 Leeswijzer

De hoofdstukopbouw ligt in de lijn met het hiervoor beschreven theoretische model. Hoofdstuk 2 is een beschrijving van het kader waarbinnen de institutionele belegger werkzaamheden uitvoert, hierbij staan de vastgoedmarkt, beleggingsmarkt en de bancaire sector centraal. Hoofdstuk 3 zet daarna de theoretische kaders uiteen met de maatschappelijke (meer)waarde van woningbeleggingen als belangrijkste onderwerp. Om deze maatschappelijke waarde in kaart te brengen worden theorieën omtrent duurzaamheid, impact investing en bijbehorende financieringsmogelijkheden besproken. Het praktijkonderzoek start in hoofdstuk 4 met een beschrijving van de resultaten uit de interviews. In hoofdstuk 5 worden deze resultaten gebruikt om met een expertgroep door te nemen en verder te analyseren. Tot slot volgt in hoofdstuk 6 de beantwoording van de hoofdvraag en daarmee te conclusie maar ook aanbevelingen voor vervolgonderzoek en een reflectie op het onderzoek.

H2. Kader: institutionele beleggers en woningbouw

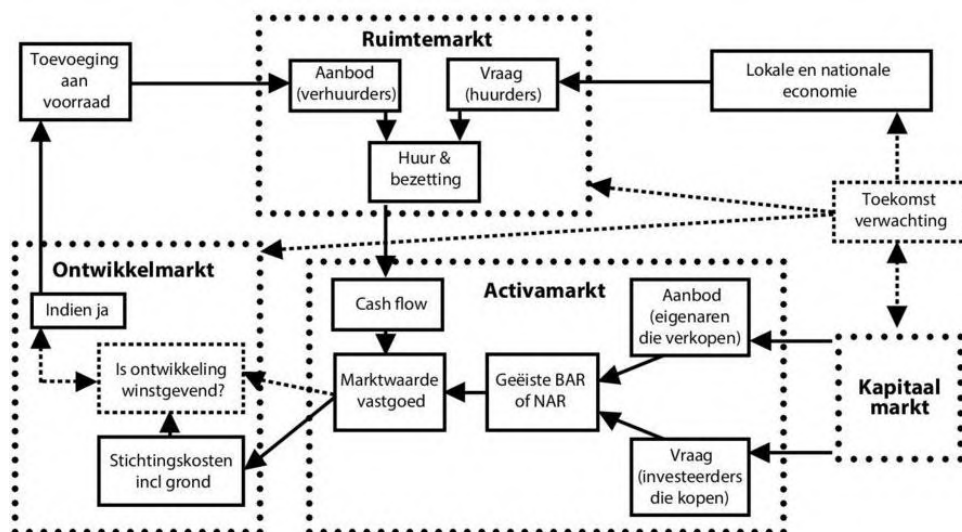
Hoe is de woningbouw in Nederland georganiseerd? Welke actoren bevinden zich op deze markt en wat is de omvang en diversiteit van de sector? Voordat in wordt gegaan op de wijze waarop woningbouw impact kan uitoefenen op de leefomgeving, zet dit hoofdstuk de kaders uiteen waarbinnen diverse vastgoedpartijen – waarbij de institutionele belegger centraal staat – opereren. Naast een schets van de omvang van de markt en de huidige ontwikkelingen, zullen ook de financieringsvormen en het portefeuillebeleid uiteen worden gezet om een duidelijk beeld te krijgen van het speelveld waarop institutionele beleggers acteren. Dit om uiteindelijk te kunnen concluderen wat de invloed van institutionele beleggers is op het (woning)vastgoed in Nederland en, meer specifiek in hoofdstuk 3 en 4, te kunnen onderzoeken welke bijdrage en zodoende impact beleggers kunnen leveren in de kwaliteit van de leefomgeving.

2.1 De onroerendgoedmarkt

De onroerendgoedmarkt is een samenstelling van een viertal deelmarkten te weten;

1. De ruimtemarkt
2. De ontwikkelmarkt
3. De activamarkt
4. De kapitaalmarkt

De huurwoningmarkt maakt onderdeel uit van de ruimtemarkt. Op deze markt komt vraag en aanbod van woningen tezamen. Naast de verhuurmarkt maken ook de beleggersmarkt en de nieuwbouwmarkt onderdeel uit van de ruimtemarkt. Met een directe koppeling tussen de beleggingsmarkt en de huurmarkt (Van Gool et al., 2013). Onderstaand figuur 2 brengt dit schematisch in kaart.



Figuur 2:
onroerendgoedmarkt
Bron: Vlek, 2016

De woningbeleggingsmarkt waarop (institutionele) beleggers acteren en waar deze scriptie zich op richt, bevindt zich hoofdzakelijk binnen de ruimtemarkt. Dit is een markt met veel verschillende stakeholders en kent een sterk geïnstitutionaliseerd karakter. Impact die beleggers kunnen bereiken voor hun huurders en de leefomgeving hiervan, zal in deze markt van vraag en aanbod plaatsvinden. De scriptie grijpt echter ook aan op de kapitaalmarkt. De aankoop van vastgoed wordt veelal deels via vreemd vermogen gefinancierd en deels via het vermogen van aandeelhouders. Dit is een belangrijk aspect binnen het onderzoek omdat deze partijen invloed kunnen uitoefenen en voorwaarden kunnen stellen ten tijden van aankopen, bijvoorbeeld ten opzichte duurzaamheidseisen en zodoende ook impact. Paragraaf 2.3 en 2.4 zullen hier nader op ingaan. Als laatste spelen de activamarkt en

ontwikkelmarkt eveneens een rol maar van minder grote omvang binnen deze scriptie. De activamarkt speelt een rol bij de prijsvorming en daarmee het te behalen rendement voor de belegger wat van invloed is op de investeringsmogelijkheden binnen een project. Op de ontwikkelmarkt wordt ruimte toegevoegd door ontwikkelaars door middel van herontwikkeling of nieuwbouw. Deze toevoeging op de bestaande voorraad komt in de ruimtemarkt waar de (institutionele) beleggers acteren (Van Gool et al., 2013).

2.1.1 Uitdagingen op de Nederlandse woningmarkt

Nu de theoretische werking van de woningbeleggingsmarkt inzichtelijk is gemaakt, gaan we terug naar de huidige praktijk op de woningmarkt. De huidige woningmarkt is overspannen. Demografische en regionaal-economische ontwikkelingen liggen ten grondslag aan de stijgende vraag naar woningbouw in het overgrote deel van Nederland. In combinatie met voorgaande factoren, heeft het ontbreken van een lange-termijn beleid tijdens de economische crisis tot een enorm woningtekort geleid (Janssen, 2018). Het kabinet concludeerde in november 2018 in een rapport aan de Voorzitter van de Tweede Kamer, dat het woningtekort verder is opgelopen. Was er in 2015/2016 nog sprake van een tekort van circa 200.000 woningen, is dit tekort in 2018 opgelopen naar 3,4% wat neerkomt op 262.000 woningen. De spreiding in het woontekort is daarbij minder opvallend maar wel groot te noemen, van 0,7% in Friesland tot 6,5% in Amsterdam (Ollongren, 2018, p.3-5). De meest recente cijfers tonen echter aan dat het tekort aan woningen harder oploopt dan verwacht. Uit onderzoek door vastgoedadviseur Capital Value en onderzoeksbureau ABF Research (2020) bereikt in 2022 het woningtekort een dieptepunt van 360.000, mogelijk zelfs 380.000 woningen. Deze woningkrapte heeft volgens de Nederlandse Vereniging van Makelaars (2020), de NVM, ook gevolgen voor de duurzaamheid in de vastgoedwereld.

“Woningkrapte en stagnerende bouwproductie frustreren de duurzaamheidsopgave in nieuwbouw en bestaande voorraad. De markt moet weer in beweging komen. Zonder regie en een overkoepelend pakket maatregelen zijn de huidige problemen van woningnood, te lage woningproductie, de verduurzamingsopgave, stikstof en PFAS niet op te lossen.”

(NVM, 2020).

De oorzaak van de woningnood is niet alleen te herleiden naar het achterblijven van extra woningen maar ook door de toename van het aantal huishoudens. Zowel de vergrijzing als de individualisering dragen naast het stijgend aantal inwoners in belangrijke mate bij aan deze groei. Het door NEPROM gepubliceerde rapport *Thuis in de toekomst* (2018), laat zien dat de toename van de woningvoorraad, de toename van de huishoudensgroei maar amper bij kan houden. In het verlengde hiervan zijn er problemen in de bouwsector ontstaan: stijgende bouwkosten, tekort aan arbeid en materiaal, trage vergunningverlening en een tekort aan ontwikkellocaties (Capital Value, 2019). De inspanningen van de afgelopen jaren hebben niet geleid tot een daling van het woontekort in Nederland, het tekort loopt daarentegen op. De wijze waarop de corona-crisis invloed heeft op de woningmarkt is op dit moment nog niet te overzien. Naar verwachting zal het tekort aan woningen hierdoor echter niet afnemen, wel kan het invloed hebben op onroerend goed prijzen en bouwkosten.

2.1.2 Investeerders in woningvastgoed

Volgens het CBS zijn er in 2019 ruim 7,8 miljoen woningen aanwezig in Nederland. Het grootste deel daarvan, bijna 4,5 miljoen, zijn koopwoningen. De woningsector bestaat daarnaast uit 3,3 miljoen (sociale) huurwoningen. De huurwoningvoorraad in Nederland behoort tot verschillende eigenaren. De eigenaar met de meeste invloed op de woningmarkt zijn de woningcorporaties, gevolgd door de institutionele beleggers en particuliere eigenaren.

1. Woningcorporaties

De woningcorporaties nemen met 2,3 miljoen woningen de ruime meerderheid van het eigendom voor hun rekening (CBS, 2020). Dit is een logisch gevolg van het volkshuisvestingsbeleid in Nederland. De grootste spelers op deze markt zijn Ymere, Vestia en Eigen Haard. Ondanks de hoeveelheid aan sociale woningbouw is de vraag nog steeds vele malen groter dan het aanbod en zijn er vaak wachtlijsten van jaren voor een huurwoning. Sinds 2014 mogen corporaties alleen nog maar sociale huurwoningen bouwen wat in 2020 een huurprijs tot €737,14 inhoudt. Het vrije sector bezit moest worden verkocht waardoor deze inkomstenbron kwam te vervallen. Tezamen met de opgelegde verhuurdersheffing, een belasting voor grote eigenaren van sociale huurwoningen, en de verduurzamingsopgave, staat deze sociale woningbouw momenteel voor veel (financiële) uitdagingen. Een stevige uitbreiding van het aantal huurwoningen vanuit deze eigenaren is op korte termijn dan ook niet te verwachten. Nederland blijft Europees gezien wel leider in sociale huurwoningen, in andere landen ligt dit aandeel veel lager.

2. Institutionele beleggers

Op verre afstand van het aantal sociale huurwoningen door woningcorporaties, staat op de tweede plaats de institutionele beleggingssector. Circa 160 duizend woningen behoren in 2019 tot deze beleggingscategorie (CBS, 2019). Een behoorlijk stuk minder dan de sociale woningbouw maar de laatste decennia aardig gegroeid. Daar waar de koopsector een stimulans krijgt door middel van fiscaal voordeel voor eigenaren en de huurders van sociale woningbouw worden gesubsidieerd door huurtoeslag, blijft de institutionele eigenaar ongesubsidieerd. Vanaf 1994 werd de huurprijs van duurdere woningen geliberaliseerd en kon het rendement oplopen. Desondanks blijven naast de eigenaar ook de huurders van dit type woning als enige ongesubsidieerd. Achter de institutionele beleggers gaan verschillende kapitaalkrachtige financiers, de aandeelhouders, schuil. Om te kunnen concurreren met het rendement in andere sectoren, richten deze aandeelhouders zich voornamelijk op de vrije sector huurmarkt en niet op sociale huur. Toch leggen ook deze aandeelhouders de nadruk op maatschappelijk verantwoord beleggen waarbij woningen in het middensegment (getypeerd als de betaalbare woningen) steeds vaker centraal komen te staan. Van de 160 duizend woningen in bezit van institutionele beleggers, wordt 75% van de woningen verhuurd tussen de €720 en de €1000, 15% onder de €720 en slechts 10% boven de €1000 (IVBN, 2018). Juist om deze reden richt dit scriptieonderzoek zich tot de mogelijkheden van institutionele beleggers om te investeren in impact beleggingen. Op het gebied van nieuwbouw is er een grote inspanning nodig en zullen er circa 10.000 woningen per jaar moeten worden toegevoegd om aan de oplopende vraag tegemoet te komen (IVBN, 2019). Omdat de overheid enerzijds huurstijgingen probeert in te dammen maar anderzijds ook meer huurwoningen wilt laten bouwen, ligt hier de komende jaren een grote uitdaging voor de institutionele belegger. De wil en noodzaak om te bouwen is nadrukkelijk aanwezig maar projecten moeten wel rendabel en zodoende aantrekkelijk voor aankoop blijven ondanks teruglopende inkomsten door eventuele huurbepalende maatregelen.

3. Particuliere eigenaren

Naast de particuliere eigenaren die één of enkele extra woningen voor de verhuur bezitten, zijn er ook particulieren die een eigen portefeuille aan huurwoningen opbouwen wat kan oplopen tot 5.000 – 5.900 woningen voor de top 3 grootste particuliere eigenaren. De oplopende huis- en huurprijzen hebben er veelal een lucratieve strategie van gemaakt. Uit onderzoek van de Volkskrant (2019) blijkt daarnaast dat de middenmoot van deze particuliere eigenaren bijna 100 tot ruim duizend woningen in de verhuur heeft. Daarnaast hebben nog eens honderden eigenaren tientallen woningen in eigendom. Deze eigenaren blijven graag onder de radar werken aan de uitbreiding van hun portefeuille

en zullen, in tegenstelling tot strategische en duurzame investeringen waar institutionele beleggers en woningcorporaties zich op richten, voornamelijk het rendement van de investering centraal stellen. Eventuele wettelijke verplichtingen met betrekking tot duurzaamheid zullen echter wel geacht uitgevoerd te worden.

Omdat het onderzoek zich richt op de wijze waarop institutionele beleggers impact (kunnen) hebben met vastgoed, staat de institutionele belegger centraal en worden zowel de woningcorporatie als particuliere eigenaren verder buiten beschouwing gelaten. Het onderzoek richt zich hiermee op 2% van de woningvoorraad (zie figuur 3) waarmee invloed uitgeoefend kan worden op de omliggende leefomgeving.

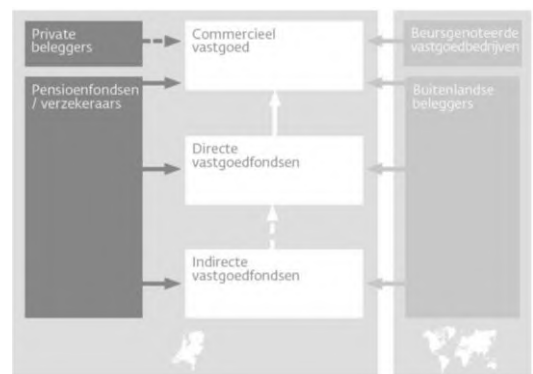


Figuur 3: taartdiagram verdeling woningvoorraad
Bron: eigen bewerking (CBS), 2020

2.2 De rol van de institutionele belegger

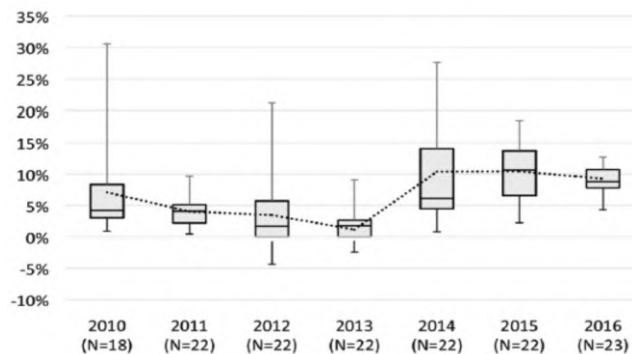
De institutionele beleggers kunnen zowel in direct (in stenen) als in indirect, bijvoorbeeld door middel van beleggingsfondsen, vastgoed beleggen (ASRE, 2017). Het grootste deel van de institutionele vastgoedbeleggingen in Nederland vindt via indirecte beleggingen plaats. Fondsen beleggen het vermogen wat hen is toevertrouwd door de aandeelhouders. Deze fondsen kopen vastgoed (direct) of beleggen zelf weer in fondsen (indirect, funds of funds). Pensioenfondsen organiseren hun Nederlandse vastgoedbeleggingen voornamelijk via fondsen, de indirecte manier van vastgoedbeleggen.

Naast de (institutionele) Nederlandse belegger, treden ook steeds meer buitenlandse beleggers toe tot de Nederlandse vastgoedmarkt. Zij doen dit voornamelijk vanwege het gunstige beoogde rendement van dit vastgoed ten opzichte van overige beleggingsmarkten maar ook ten opzichte van de vastgoedbeleggingsmarkt in het buitenland. Schematisch ziet de beleggingsstructuur in Nederland, met inbegrip van buitenlandse invloed, er als volgt uit (figuur 4).



Figuur 4: beleggingsstructuur Nederlands vastgoed,
Bron ASRE, 2017

De institutionele beleggers in Nederland, nemen verschillende uitgangspunten in voor hun fondsen. De keuze voor het typologie belegging (woningen, kantoren, winkels, bedrijfsruimten, parkeergarages en overig vastgoed) hangt nauw samen met het verschil in rendement en de geografische ligging van de portefeuille. Figuur 5 geeft inzicht in rendementen tussen de verschillende fondsen.



Figuur 5: totaalrendementen institutionele portefeuilles
Bron: IVBN, 2018

Het gemiddelde ongewogen rendement in de periode 2010 – 2016 is gelijk aan 6,5%, het gewogen rendement is gelijk aan 9,8% (IVBN, 2018). De grotere institutionele beleggers weten met hun beleggingen over het algemeen een hoger rendement te halen. Hierbij kent niet-beursgenoteerd vastgoed de hoogste Sharpe-ratio, dit is het voor het gelopen risico gecorrigeerde rendement.

2.3 De rol van de bancaire sector

Dit onderzoek richt zich specifiek op de Nederlandse institutionele belegger aangesloten bij de IVBN, voornamelijk gefinancierd door pensioenfondsen en verzekeraars. Dit is een belangrijk aspect binnen het onderzoek aangezien deze aandeelhouders invloed hebben op de wijze waarop het fonds wordt gestructureerd en gefinancierd. Ondanks het vermogen van pensioenfondsen en verzekeraars, maken veel Nederlandse institutionele beleggers naast het eigen vermogen van de aandeelhouder (Equity) gebruik van vreemd vermogen. Dankzij het hefboomeffect wat hiermee bereikt wordt, kan de belegger vooraf een inschatting maken van lasten en baten die gepaard gaan met verschillende financieringsconstructies en kiezen voor de financieringsstructuur die het beste bij zijn risicoprofiel past (Van Gool et. al., 2007). Het rendement op het eigen vermogen loopt op door een extra investering met vreemd vermogen. Dit is echter alleen het geval indien het rendement van het project (Rp) hoger is dan het rendement op het vreemd vermogen (Rvv). Indien er voor het vreemd vermogen meer rente moet worden betaald dan het project oplevert, is er sprake van een negatieve hefboom. Het effect van de hefboom neemt toe naarmate het percentage vreemd vermogen toeneemt. Voorgaande verklaart waarom het risico van een investering groeit indien er gebruik wordt gemaakt van (extra) vreemd vermogen (leveraged investment) (Vlek et. al., 2016).

De bancaire sector neemt ook een rol in binnen de verduurzaming van de vastgoedwereld. Beleggers kunnen namelijk uit een steeds groter assortiment aan leningvarianten en rentestructuren kiezen waarbij er varianten zijn die rekening houden met impact of duurzame investeringen. Verschillende banken bieden al een mogelijkheid aan om met rentekorting vreemd vermogen te lenen indien er sprake is van een impactbelegging (Rabobank, 2020).

2.4 Deelconclusie

Dit hoofdstuk geeft een korte weergave van de werking, uitdagingen en samenstelling van de huidige onroerend goed markt in Nederland. Er ligt een veelvoud aan taken die opgepakt moeten worden om de woningmarkt gezond te houden/maken, van woningtekort tot duurzaamheidsproblematiek. Duidelijk is dat de invloed van institutionele beleggers aanzienlijk is en er daarmee substantiële invloed uitgeoefend kan worden op de leefkwaliteit van de woonomgeving. Ondanks het feit dat zij slechts 2% van de woningvoorraad bezitten zijn juist deze institutionele beleggers houders van activa op de lange termijn. De institutionele belegger en de bancaire sector hebben een nauwe samenwerking in de totstandkoming van de ontwikkeling en financiering van vastgoed. Deze achtergrond is van belang voor de wijze waarop impact investeringen binnen de institutionele beleggingsportefeuille geïmplementeerd (kunnen) worden en welke actoren er invloed uitoefenen.

H3. Maatschappelijke (meer)waarde van woningvastgoed

Waar hoofdstuk 2 de kaders heeft geschetst waarbinnen het onderzoek plaatsvindt, zal dit hoofdstuk dieper in gaan op het kernthema van dit onderzoek, de maatschappelijke (meer)waarde ofwel impact investing van woningvastgoed in Nederland. Allereerst wordt een verkennend onderzoek gedaan naar de diversiteit aan gebruikte terminologieën voor deze maatschappelijk impact. Een duidelijk overzicht van de gebruikte termen geeft inzicht in de verscheidenheid maar ook de omvang van de verschillende termen. Impact investing wordt daarbij als hoofdterm voor dit onderzoek nader bestudeerd. Daarnaast staat in dit hoofdstuk de vraag centraal op welke wijze impact investing in de institutionele beleggingssector kan worden ingebed. Van belang hierbij zijn de uitgangspunten die beleggers hanteren bij de samenstelling van de portefeuille zoals beleggingsrisico's en financieringsvormen.

3.1 Definitie: impact investing

Impact investing wordt volgens VBDO (2018) door iets meer dan de helft, 52%, van de Nederlandse pensioenfondsen ingezet. Echter, een verscheidenheid aan terminologieën en (deels) overlappende begrippen wordt hiervoor gebruikt. Termen als duurzaam beleggen, ethisch beleggen en maatschappelijk of sociaal verantwoord beleggen benadrukken de wijze waarop beleggers hun verantwoordelijkheid trachten te nemen en streven naar een manier van beleggen met het oog op de toekomst. Impact beleggers identificeren een maatschappelijk probleem en willen bijdragen aan de oplossing daarvan (Kempen, 2019). De meest gebruikte definitie omtrent impact investing komt van het Global Impact Investing Network (GIIN):

“Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return. Investments can be made in both emerging and developed markets, and target a range of returns from below market to market rate, depending on investors' strategic goals” (GIIN, 2020).

Andere definities die marktpartijen gebruiken voor impact investing zijn; doelinvesteren (DNB, 2016), beleggen met een betekenis (Syntrus Achmea, 2020) of beleggen in oplossingen (PGGM, 2018). Impact investing wordt ten slotte door Kempen (2019) gedefinieerd als

“het investeren in bedrijven of organisaties die zelf de nadrukkelijke intentie hebben om, naast een financieel resultaat, een positieve maatschappelijke, sociale en/of milieuimpact te realiseren; de zogenoemde ‘social enterprise’. [...] Bij impact investing gaat het dus duidelijk om de combinatie tussen financieel rendement en de eerder genoemde maatschappelijke, sociale of milieu-impact. Dit in tegenstelling tot filantropie, waar het behalen van een financieel rendement niet of nauwelijks een rol speelt” (Kempen, 2019).

Deze laatste toevoeging lijkt van groot belang voor impact investing in de financieel gedreven vastgoedwereld. Beleggers zullen eerder bereid zijn een impact strategie toe te passen indien financieel rendement daarbij gewaarborgd kan blijven, hierover volgt meer in paragraaf 3.2.2.

Een ander belangrijk aspect dat bovengenoemd citaat aansnijdt, is die van de milieu-impact. Duurzaamheid is een ingebed begrip in de vastgoedwereld waarbij onder andere de milieu impact centraal staat. Ook voor duurzaam beleggen bestaat een variëteit aan definities. Van belang is dat beleggingen geen afbreuk doen aan mens en milieu, producten waarbij bijvoorbeeld kinderarbeid, wapen- of tabaksindustrie zijn betrokken, worden uitgesloten van duurzame investeringen. Impact beleggingen gaan dus duidelijk een stap verder dan duurzaam handelen en kijken naar de gehele breedte van het maatschappelijk rendement. Omdat beide termen wel in het verlengde van elkaar liggen zullen in dit hoofdstuk ook een aantal duurzaamheidsinstrumenten worden besproken.

3.2 Uitgangspunten: Impact investing

Ondanks de diversiteit aan definities, kan er wel een duidelijke lijn getrokken worden uit de theorie omtrent de kenmerken die impact investing heeft en dergelijke investeringen zodoende moeten bezitten:

1. Intentionaliteit en additionaliteit;
2. Het behalen van een maatschappelijk en financieel rendement;
3. Het meten van de behaalde impact.

3.2.1 Intentionaliteit en additionaliteit

Hoewel sociale impact ook onbedoeld kan worden bereikt, is de intentie ervan wel degelijk van belang. Mensen zullen eerder resultaten behalen, zowel in het bedrijfsleven als in andere sferen, die ze opzettelijk opzoeken (Standford, 2019). Vastgoed- en gebiedsontwikkelingen nemen een ontzettend belangrijke rol in de samenleving in. Met het creëren van woningen en de leefomgeving voor mensen, kunnen belangrijke impact investeringen worden gedaan. Er kan een significant positief maatschappelijk voordeel worden behaald, variërend van de (on-site) opwekking van duurzame energie tot vermindering van koolstof en verbetering van stedelijke infrastructuur (Op 't Veld, 2019). Het blijft echter lastig om te bepalen wat de impact van investeringen is in de context van investeringen in onroerend goed. De, in de literatuur, algemeen aanvaarde vereisten voor het kwalificeren van iets als een impact investering houden rekening met de factoren intentionaliteit en additionaliteit (Op 't Veld, 2019).

Intentionaliteit verwijst naar de investering met een *opzettelijk* maatschappelijk effect, daarmee gaat impact investing volgens Van Gool (2019) een stap verder dan duurzaam beleggen. Impactbeleggers identificeren een maatschappelijk probleem en maken een bewuste keuze om bij te dragen aan de oplossing daarvan (Kempen, 2019). Dit in tegenstelling tot duurzaam beleggen, wat het beperken van negatieve effecten van de bedrijfsactiviteit beoogt ter verbetering van het voor risico gecorrigeerde rendement en waarbij het bereiken van een positief sociaal, milieu of maatschappelijk rendement niet een expliciet doel is. (Kempen, 2019). Additionaliteit houdt daarbij rekening met het feit of de investeringsbijdrage al dan niet een verandering genereert die anders niet zou zijn opgetreden.

Zowel intentionaliteit als additionaliteit kunnen in de vastgoedsector worden aangetoond. Op 't Veld (2019) geeft in zijn discussiepaper Reporting on the SDG's by European Listed Property Companies voorbeelden voor de uitwerking van intentionaliteit en additionaliteit in de praktijk. Intentionaliteit kan door bedrijven worden onderbouwd door duidelijke strategieën te hebben waarin het doel van de belegger in maatschappelijke termen wordt uitgelegd. Additionaliteit kan worden aangetoond door het verschil te meten tussen (de prestaties van) een pand dat voldoet aan de marktstandaarden (bijvoorbeeld Bouwcodes) en de werkelijke prestaties van het pand waarin maatschappelijke impact is overwogen. Dit kan betrekking hebben op energieverbruik, emissies en / of andere elementen bij de constructie, inrichting en gebruik van een bedrijfsmiddel.

3.2.2 Het behalen van een maatschappelijk en een financieel rendement

Een veel gehoord vooroordeel over het toepassen van impact investing in onroerend goed, is dat dit maatschappelijke rendement wel ten koste moet gaan van het financieel rendement. Kempen (2019), haalt in het Whitepaper Impact Investing, hierover twee onderzoeken aan van McKinsey en Cambridge Associates. Hierin blijkt dat de wisselwerking tussen financieel rendement en impact binnen een belegging goed samen gaan. Het behalen van impact hoeft niet ten koste te gaan van financieel rendement (Kempen, 2019). Een eerder uitgebreid onderzoek van Cambridge Associates (2017) met de titel 'Financial Performance of Real Assets Impact Investments' werd in samenwerking met het Global Impact Investing Network (GIIN) uitgevoerd. Hierin is de wisselwerking tussen het rendement

van een impactfonds en niet-impactfondsen bestudeerd waarvoor de resultaten van 55 real asset impactfondsen onderzocht zijn tussen 1997 tot 2014, gegroepeerd naar de sectoren vastgoed, infrastructuur en bosbouw. Uit dit onderzoek worden twee belangrijke conclusies getrokken. Ten eerste, belangrijk voor deze scriptie, laten de rendementen eenzelfde verdeling zien tussen de impact fondsen en de conventionele real asset fondsen. Het is dus mogelijk te investeren met impact volgend eenzelfde rendementsverdeling. Ten tweede is zichtbaar dat de verdeling van individuele fondsrendementen erg kan variëren waarbij fondsselectie zeer belangrijk is voor het financiële rendement. Impactfondsen zijn hierin niet anders dan reguliere fondsen. Er zijn beleggingsfondsen die een beter maar ook een slechter verwacht rendement tonen (Kempen, 2019). Ook Stanford Social Innovations (2013) geeft aan in zijn artikel ‘When can impact investing create real impact?’ dat een combinatie van maatschappelijk en financieel rendement wel mogelijk is maar voor uitdagingen zorgt: *“Although it is possible for impact investors to achieve social impact along with market rate returns, it’s not easy to do [...]”*. (Stanford, 2013).

Phenix Capital, een investeringsconsultant voor institutionele beleggers, heeft voor het onderscheid tussen financieel en maatschappelijk rendement een bruikbaar schema opgesteld, zie figuur 6.

THE ‘SPECTRUM OF CAPITAL’						PHENIX CAPITAL	
APPROACH	TRADITIONAL INVESTMENTS	RESPONSIBLE INVESTMENTS			IMPACT INVESTMENTS		PHILANTHROPY
FOCUS	FINANCIAL ONLY	NEGATIVE SCREENING	ESG INTEGRATION	IMPACT DRIVEN		IMPACT ONLY	
FINANCIAL GOALS	Target competitive risk-adjusted financial returns			FINANCIAL-FIRST	IMPACT-FIRST	Accept low risk-adjusted returns	Accept partial/full capital loss
FEATURES	Manage ESG risks			Pursue ESG opportunities		Intentionality: delivering impact is central to underlying assets/investments	
IMP INTENTIONS	MAY OR DO CAUSE HARM	ACT TO AVOID HARM		BENEFIT ALL STAKEHOLDERS		CONTRIBUTE TO SOLUTIONS	
IMP INTENTIONS						Impact investment is measured and reported	

Figuur 6: Het spectrum van investeringskapitaal Bron: Phenix Capital, 2020

In bovenstaande figuur is te zien dat beide rendementsaspecten in de puurste uitgangsvorm tegenpolen van elkaar vormen (traditioneel versus filantropie). Daarentegen zijn er wel degelijk mogelijkheden in het midden om zowel met financiële als impact aspecten rekening te houden. Impact investeren kan daarbij worden benaderd via het impact of financial first principe, afhankelijk van het uitgangspunt van de betrokken investeerder. Binnen de samenstelling van een portefeuille kunnen uiteraard ook investeringen met uiteenlopende doelen worden ingezet (Rangang et al., 2013). Voor welke variant er ook wordt gekozen, voor nu is het van belang te constateren dat impact een financieel rendement niet uit hoeft te sluiten en visa versa. Het is positief dat impact investing zich begint te ontwikkelen als een belangrijke vorm van sociaal kapitaal, naast financieel rendement wordt er ook gekeken naar sociaal rendement (Rangang et al, 2013). De mate waarin beleggers zich richting de impact kant begeven in hun portefeuilles, zal in hoofdstuk 4 worden onderzocht.

3.2.3 Meten van de behaalde impact

Er liggen diverse redenen aan ten grondslag om een behaalde impact meetbaar te kunnen maken. De GIIN heeft in 2017 onderzoek gedaan in samenwerking met The Rockefeller Foundation naar de meest voorkomende redenen van ondernemingen om impact meetbaar te maken. Hieruit blijkt:

1. Om impact van beleggingen beter te begrijpen;
2. Om impact te kunnen rapporteren aan de verschillende belanghebbenden waaronder investeerders;
3. Om impact te kunnen managen en verbeteren;
4. Vanuit de overtuiging dat impactdata waardevol is voor het bedrijf zelf.

De aandacht voor en het belang van impactbeleggen is groot waardoor de vraag hoe impact beoordeeld kan worden onder de aandacht komt om onrealistische verwachtingen te kunnen beperken maar wel sociale impact en marktrendement te behalen. Voor het meten van en rapporteren over financieel rendement zijn wereldwijd gestandaardiseerde methoden ontwikkeld. Voor het in kaart brengen van impact bij een investering is echter nog geen gestandaardiseerd model waardoor verschillende investeerders er diverse methoden en maatstaven op na houden. Deze paragraaf bevat een selectie van belangrijke uitgangspunten en modellen (in ontwikkeling), om impact in de praktijk te meten, het is daarmee een niet limitatieve opsomming. In paragraaf 3.1 is aan bod gekomen dat impact investeringen in het verlengde liggen van duurzaamheidsinvesteringen. Impact investeringen hebben oog voor duurzaamheid maar gaan een stap verder. Een onderscheid waarin de uitgangspunten in de theorie soms dicht bij elkaar kunnen liggen. Over het algemeen kan worden gesteld dat de richting van de invloed tussen beide verschilt. Waar de meetinstrumenten van duurzaamheid zich specifiek op de belegging zelf richten, ligt de focus van impact investeringen op de gevolgen van de beleggingen op de wereld. Het beoogde effect kan hierdoor, afhankelijk van het gekozen meetinstrument, verschillen ondanks dat uitgangspunten en de oorsprong gelijk aan elkaar kunnen zijn.

Omdat duurzaamheid en impact in elkaars verlengde liggen worden in onderstaande benaderingsmodellen ook de duurzaamheidsmodellen opgenomen (onder 1). Zij kunnen een bijdrage leveren aan het in kaart brengen en uitvoeren van de eerste stappen van impact investeringen die zich richten op duurzaamheidsaspecten. Onder 2 staan de meetinstrumenten weergegeven die verder gaan dan het duurzaamheidsaspect en de nadruk leggen op het meetbaar maken van impact investeringen.

1. Meetinstrumenten gericht op duurzaamheid:

1.1 GRESB

Een veelgebruikte methode voor het meten van duurzaamheid binnen een vastgoedportefeuille is de GRESB. De GRESB is opgericht in 2009 door een aantal grote pensioenfondsen die betrouwbare data wilden over de ESG¹ prestaties van hun investeringen. Voor vastgoed en infrastructuur zijn zij hiervoor een Benchmark gestart waarbij de ESG data van meer dan 100 institutionele en financiële investeerder wordt vergeleken (GRESB, 2020). Door het evalueren van prestaties worden bedrijven gedwongen tot transparantie van het duurzame beleidsproces (GRESB, 2019). Het is echter ook duidelijk dat er meer verbetering noodzakelijk is om de werelddoelstellingen te kunnen behalen en een duurzame toekomst tegemoet te gaan. De meetbaarheid van GRESB zou verder kunnen gaan dan nu wordt gedaan waardoor het als bruikbare tool kan worden ingezet bij het meten van impactbeleggingen. Zo ver is de ontwikkeling van de tool echter nu nog niet.

¹ environment, social & governance

1.2 GRI (Global Standards for Sustainable reporting)

De GRI-normen worden uitgegeven door de Global Sustainability Standards Board (GSSB), een entiteit van GRI. Deze normen zijn ontwikkeld met behulp van experts van verschillende groepen belanghebbenden over de hele wereld. De normen stellen organisaties in staat om gebruik te maken van deze standaarden door ze in te vullen. Hierdoor ontstaat een universeel inzicht en een manier van communicatie over duurzaamheidsverslaglegging. Het betreffen allen niet financiële rapportages. De rapportages bestaan uit 3 basis rapporten, te weten; foundation, general disclosures en management approach. Daarnaast kan iedere organisatie zelf kiezen deze rapportage uit te breiden met specifieke rapportages Social, Environment of Economic (GRI, 2020)



Figuur 7: GRI standards Bron: GRI.org

1.3 SASB (Sustainable Accounting Standards Board)

Ook de SASB is een vorm van standaardisering waardoor communicatie omtrent duurzaamheid moet worden vergemakkelijkt. Deze standaardisering is er eveneens voor organisaties binnen de financiële sector. Investeerders, kredietverstrekkers, verzekeraars en andere verstrekkers van financieel kapitaal stemmen hun bedrijfsactiviteiten steeds meer af met de impact hiervan op de impact van de ESG factoren. De standaardisatie gaat over de factoren: environment, social capital, human capital, business model and innovation en leadership and governance (SASB, 2020).

1.4 Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM)

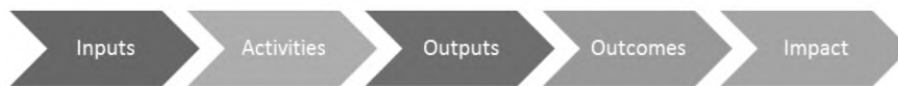
Het CRREM onderzoeksteam bestaat uit vijf instellingen; IIÖ Institute for Real Estate Economics (Oostenrijk), Universiteit van Alicante (Spanje), Ulster University (VK), GRESB (Nederland) en de TIAS Business School van Tilburg University (Nederland). Volgens de EU is de vastgoedsector verantwoordelijk voor ongeveer 38% van het energieverbruik en 29% van alle broeikasgasemissies in de EU (CCREM, 2020). De vastgoedsector speelt hierdoor een cruciale rol in de inspanningen om de EU koolstofarm te maken. Zowel op het gebied van nieuwbouw als bestaande bouw moet de vastgoedsector de directe en indirecte emissies verminderen. Ambitieuze renovatiebeleid zou de vraag met wel 46% kunnen verminderen tussen 2021 en 2030 (Europese Commissie, 2014). CRREM heeft als doel de industrie te ondersteunen om deze risico's aan te pakken en investeringen in energie-efficiëntie te stimuleren. Hiervoor zal CREM een tool ontwikkelen waarmee investeerders en vastgoedeigenaren hun activa aan strandingrisico's kunnen beoordelen op basis van energie- en emissiegegevens en de analyse van wettelijke vereisten (CREM, 2020). Het CREM heeft hiervoor een financiering van de EU ontvangen.

2. Meetinstrumenten gericht op impact investing:

2.1 Impact Management Project (IMP)

Volgens onderzoek van Kempen (2019) naar impact investing trachten zowel organisaties als investeerders toe te werken naar een vorm van standaardisatie waarbij veelal de methode van de

Theory of Change wordt gehanteerd en het meet- en managementraamwerk van Impact Management Project. Deze theory of change start bij het einddoel, de beoogde impact, en werkt terug naar de benodigde acties om dit doel te bereiken. Hier legt de theory of change een link tussen input, activiteiten, output, outcomes en de uiteindelijke impact (Kempen, 2019). *“Door de systematische en visuele manier waarop dit model het proces beschrijft waarlangs de beoogde verandering (de gewenste impact) plaatsvindt, wordt de relatie tussen beschikbare middelen, ontplooiende activiteiten en de verandering of gewenste resultaten (de impact) helder weergegeven”* (Kempen, p.9., 2019). Onderstaande figuur 8 is toont deze schematische weergave.



Figuur 8: impact value chain Bron: Reeder et al., 2013

Het Impact Management Project (IMP) heeft als doel met het geboden forum om wereldwijde consensus te bereiken over het meten, beheren en rapporteren van impact op duurzaamheid (impactmanagement, 2020). Volgens het IMP (2020) zijn hierbij 16 organisaties aangesloten en komen meer dan 2000 praktijkmensen bijeen om best practices te delen, technische kwesties te onderzoeken en gebieden te identificeren waar verdere consensus nodig is op het gebied van impactmeting en -beheer (impactmanagement, 2020). Het IMP werkt met vijf dimensies waarmee impact in kaart kan worden gebracht en worden gemeten, te weten: Wat, Wie, Hoeveel, Bijdrage en Risico.

The IMP reached global consensus that impact can be measured across five dimensions: What, Who, How Much, Contribution and Risk	
Impact dimension	Impact questions each dimension seeks to answer
<input type="checkbox"/> What	-What outcome is occurring in the period? -Is the outcome positive or negative? -How important is the outcome to the people (or planet) experiencing them?
<input type="radio"/> Who	-Who experiences the outcome? -How underserved are the affected stakeholders in relation to the outcome?
<input type="checkbox"/> How Much	-How much of the outcome is occurring - across scale, depth and duration?
<input type="checkbox"/> Contribution	-Would this change likely have happened anyway?
<input type="checkbox"/> Risk	-What is the risk to people and planet that impact does not occur as expected?

Figuur 9: Five dimensions of impact, Bron: impactmanagementproject.nl

2.2 Sociaalwetenschappelijke benadering (SWB)

Stanford social innovators (2020) geeft aan dat de vraag naar resultaten, in dezen de sociale impact, doorgaans wordt beantwoord door dezelfde sociaalwetenschappelijke methoden te gebruiken die worden gebruikt bij de beoordeling van resultaten in overheidsbeleid en filantropie. Een voorbeeld hiervan betreffen gerandomiseerde gecontroleerde studies of econometrische analyses. Deze zijn echter niet dekkend voor investeerders in onroerend goed. De IRIS, Impact Reporting and Investment Standards en het Global Impact Investment Rating System (GIIRS, 2020) bieden op hun beurt gestandaardiseerde statistieken voor het beoordelen van enkele gemeenschappelijke outputcriteria. Echter, hierin staan voornamelijk activiteiten van een onderneming centraal en niet de producten wat, in het geval van onroerend goed beleggers, een essentieel verschil betreft.

2.3 Sustainable Development Investments Asset Owner Platform (SDI AOP)

APG en PGGM hebben in 2019, in opdracht van hun pensioenfondsklanten ABP en PFZW, een samenwerking aangekondigd om het SDI Asset Owner Platform op te zetten. De SDI AOP verwelkomt investeerders over de hele wereld om in te schrijven, waardoor een kritische massa van investeerders ontstaat die samen de betekenis van investeren in de SDG's bepalen (duurzaam beleggen, 2020). Dankzij de standaardgegevens en op kunstmatige intelligentie gebaseerde gegevens van het platform kunnen investeerders bedrijven beoordelen op hun bijdrage aan de duurzame ontwikkelingsdoelen (SDG's) van de VN. Op deze wijze wordt er geïnvesteerd in oplossingen die bijdragen aan de SDG's. Deze investeringen voldoen aan de financiële risico- en rendementsvereisten en ondersteunen het genereren van positieve sociale en / of milieu impact via producten en diensten maar ook via erkend transformationeel leiderschap. De uitwerking van het asset based platform voor sustainable development gaat hiermee verder dan verduurzaming. Er wordt onderscheid gemaakt tussen investeringen waar impact wel en niet gemeten is en er vindt een stimulering plaats over het rapporteren van meetbare impact (SDI AOP, 2020).

2.4 Taxonomie van de EU

De EU-taxonomie is een belangrijke ontwikkelingen op het gebied van duurzame financiering en zal verstrekkende gevolgen hebben voor investeerders in de EU. Financiële producten die in de Europese Unie worden verhandeld of vervaardigd, inclusief pensioenproducten, zullen vanaf 2021-2022 naar deze taxonomie moeten verwijzen. Hiertoe behoren zodoende ook de equity funds en real estate funds (EU, 2020). De rol van de EU op impact investing in Nederland zal worden toegelicht in de volgende paragraaf. De taxonomie stelt prestatiedrempels of terwijl technische screeningscriteria vast, opgesteld door de "Technical expert group" van de EU, voor economische activiteiten die: Een inhoudelijke bijdrage leveren aan een van de zes milieudoelstellingen², Geen significante schade toebrengen aan de andere vijf en voldoen aan minimumwaarborgen (bijv. OESO-richtlijnen over multinationale ondernemingen en de VN-leidende beginselen inzake bedrijfsleven en mensenrechten).

Voor investeerders geldt specifiek dat zij bekend moeten maken:

- Aan welke milieudoelstelling (en) de investeringen bijdragen
- Het deel van de onderliggende beleggingen dat op taxonomie is afgestemd, uitgedrukt als percentage. Hierin moet de uitsplitsing worden gespecificeerd tussen activiteiten die worden beschouwd als 'mogelijk' en 'overgang'
- De TEG beveelt aan dat beleggers deze berekening afzonderlijk invullen voor elk van de milieudoelstellingen waarvoor technische criteria voor substantiële bijdragen zijn ontwikkeld
- Dit betekent dat het afzonderlijk moet worden ingevuld voor de beperking van en aanpassing aan de klimaatverandering vanaf 2021 en voor alle zes milieudoelstellingen voor 2022
- Beleggers moeten rekening houden met de verschillende behandeling van financiële maatstaven voor beperking van klimaatverandering en aanpassing aan klimaatverandering
- Voor de beperking van klimaatverandering kan het volgende worden geteld
- Omzet in verband met op taxonomie afgestemde activiteiten
- Gemaakte kosten (capex en, indien relevant, opex) als onderdeel van een plan om de klimaatdrempels voor de economische activiteit te halen.

² Climate change, climate change adaptation, sustainable and protection of water and marine resources, circulair economy, pollution prevention, control & protection and restoration of biodiversity and ecosystems.

Meetinstrumenten binnen 'The Spectrum of Capital'

Bovengenoemde selectie van instrumenten en benaderingswijzen geeft aan dat de meetpraktijk voor duurzaamheid en impactinvesteringen, vanuit diverse domeinen te benaderen is: van sociale effecten tot (een poging tot) kwantificatie. Ook de EU ziet nadrukkelijk het belang in van een uniform model tot standaardisatie en zal dit de komende jaren gaan verplichten voor investeerders in de EU. Om de hiervoor benoemde belangrijkste uitgangspunten en modellen te ordenen wordt het in 3.2.2 aan bod gekomen spectrum van investeringskapitaal (Phenix Capital, 2020) in onderstaande figuur 10 gebruikt. Op deze manier is inzichtelijk welke plaats iedere theorie/benadering inneemt binnen het spectrum.

Approach	Traditioneel	Responsible investment			Philanthropy	
				Impact investing		
Focus	Financial only	Negative screening	ESG integration	impact driven		Impact only
				Financial first	Impact first	
			GRESB GRI SASB	CCREM		IMP SWB
					SDI AOP	Taxonomie

Figuur 10: Meet spectrum van investeringskapitaal. Bron: eigen bewerking (Phenix Capital model, 2020)

De meeste traditionele benaderingen bevinden zich aan de linker zijde van het spectrum. Zoals te zien is er in dit onderzoek logischerwijs geen sprake van benaderingswijzen waar de focus alleen ligt op de financiële resultaten, deze zijn immers omwille van dit onderzoek ook niet meegenomen. De filantropische benadering, waarbij de focus alleen ligt op het maken van impact, bevindt zich aan de rechter zijde van het spectrum. De sociaal-wetenschappelijke benaderingen komen hier het dichtst bij in de buurt. Zij hebben van oorsprong een insteek vanuit de filantropie en het overheidsbeleid waardoor zij zich idealiter hoofdzakelijk op impact richten. Alle overige benaderingswijzen en meetinstrumenten bevinden zich ergens in het midden van het spectrum. GRESB, GRI, SASB en CCREM richten zich voornamelijk op de integratie van ESG. Afhankelijk van de mate waarin deze instrumenten zich hebben doorontwikkeld en aangesloten bij onderzoeksinstanties, ligt de focus alleen op ESG of lijkt er een doorgroei te zijn naar impact investing. CCREM is het verst in deze doorontwikkeling waar zij de focus op energiegegevens lijken door te gaan voeren naar een bruikbare tool die in de toekomst bij de totstandkoming van impact investeringen gebruikt kan worden. Impact investeringen gaan een stap verder dan de duurzaamheidsinvesteringen die momenteel al breed worden gedragen door institutionele beleggers. SDI AOP en Taxonomie lijken daarvan uit bovenstaande selectie de beste instrumenten. De SDI AOP geeft daarbij belang aan zowel financiële aspecten als aan impact. Door het bieden van een totaal inzicht kunnen bedrijven zelf hun uitgangspunten bepalen en het belang van financieel versus impact afwegen. Dit komt overeen met de theorie van impact investing waarbij zowel maatschappelijk als financieel resultaat bestaan. De Taxonomie neemt als startpunt de impact van projecten en denkt vanuit daar terug naar investeringsbijdragen en inzet welke hiervoor nodig zijn vanuit bedrijven. Deze wijze van denken hangt samen met de ambitieuze EU doelstellingen, om dit te bereiken zet de EU met de Taxonomie hoog in.

Ondanks diverse initiatieven blijft tot op heden de exacte meting van impact investeringen moeizaam en ontbreekt standaardisatie. Vooral dit laatste is noodzakelijk voor uniformiteit. Deze scriptie zal inventariseren of en zo ja welk meetinstrument institutionele beleggers gebruiken en in hoeverre de intrinsieke motivatie van beleggers meespeelt bij impact investeringen. Dit is van belang om de kijk

van de institutionele belegger met betrekking tot impact investeringen in kaart te brengen en zodoende de afweging van de vastgoedmarkt om in impact te investering.

3.3 Impact investing vanuit mondiaal perspectief

Klimaatverandering is op wereldniveau een zeer belangrijk thema. Om gevolgen en risico's te beperken is in 2015 het klimaatakkoord van Parijs ondertekend door 195 landen. Deze landen zijn hiermee overeengekomen de stijging van de gemiddelde temperatuur onder het niveau van 2°C ten opzichte van het pre-industriële niveau te houden (Kempen, 2019). Ondanks deze duidelijke emissiereductiedoelstellingen, zijn de broeikasgasemissies op wereldniveau blijven stijgen tot 2019. Pas in 2019 zijn deze wat afgevlakt. De komende 10 jaar moet de wereldwijde uitstoot met 50% dalen wil de temperatuur niet met meer dan 1,5 graden oplopen (EU, 2020). De noodzaak van ingrijpen vanuit de EU is in de vorige paragraaf al kort aan bod gekomen bij het meetbaar maken van impact investing, te weten de taxonomie. In het 15e Global Risk Report dat in januari 2020 is verschenen, wordt klimaatverandering als grootste wereldwijde bedreiging benadrukt. De OESO maakt als inschatting dat het wereldwijd te investeren bedrag om de Overeenkomst van Parijs tegen 2030 te behalen, 6,35 biljoen euro zal zijn (EU, 2020). Overheidsmiddelen zijn niet toereikend om een dergelijk bedrag te investeren. Er zal zodoende ook particulier en institutioneel kapitaal nodig zijn.

De Sustainable Development Goals spelen een belangrijke rol in het bereiken van de Overeenkomst van Parijs. In 2015 hebben de leden van de Verenigde Naties 17 duurzame ontwikkelingsdoelen opgesteld, de zogeheten SDG's. De 17 doelen zijn opgesteld op basis van wereldwijde inbreng van organisaties en individuen om van de wereld een betere plek te maken in 2030 (SDGNederland, n.d.). Achter deze opgestelde doelen zijn 169 targets geformuleerd om het concreter te maken en de uitvoerbaarheid te verbeteren. De SDG doelstellingen spelen een belangrijke rol in de informatievoorziening en maatschappelijke betrokkenheid. Idealiter wordt kapitaal ingezet om een financieel rendement te creëren in combinatie met een bijdrage voor de samenleving. Om deze reden zijn de SDG's een belangrijk onderwerp voor institutionele beleggers. Diverse beleggers zijn al begonnen om deze duurzaamheid te omarmen als middel om eveneens de (financiële) prestaties van hun portefeuilles op lange termijn te verbeteren.



Figuur 11: 17 SDG Doelen
Bron: SDG, 2020

Bovenstaande figuur 11 toont de 17 investeringsdoelstellingen waarvan op Good health and well being (3), affordable and clean energie (7), decent work and economic growth (8) en sustainable cities and communities en climate action (11) invloed kan worden uitgeoefend door middel van vastgoed (Van Gool, 2019).

Naast het klimaatakkoord van Parijs en de Sustainable Development Goals om de eerste doelen te behalen en de opwarming van de aarde tegen te gaan, gaat Europa verder in haar streven met de wens

Europa in 2050 klimaatneutraal te maken. De Europese Green Deal is hiervoor opgesteld en omvat een veel omvattend document en bestrijkt alle sectoren van de economie. Van grootste invloed zijn de regelgeving voor vervoer, energie, landbouw en gebouwen maar er zijn ook regels opgenomen voor bijvoorbeeld ICT. Onderstaande figuur 12 toont de uitgangspunten van de Green Deal (Europese Commissie, 2019).



Figuur 12: Green Deal Bron: Europese Commissie, 2019

Om het tot de kern van dit onderzoek te houden worden er 2 belangrijke aspecten uit de Green Deal besproken die van invloed zullen zijn op de onroerendgoedmarkt en zodoende de institutionele woningbeleggers:

1. De bouwsector

Volgens de Europese Commissie, 2019, zijn gebouwen goed voor 40% van de verbruikte energie. Om de doelstellingen op het gebied van energie-efficiëntie te verwezenlijken, met het jaarlijkse renovatiepercentage van het gebouwenbestand minimaal worden verdubbeld. Momenteel ligt dit percentage tussen 0,4 en 1,2%. Uit onderzoek van de Europese Commissie, 2019, blijkt eveneens dat 50 miljoen consumenten moeite heeft om hun woning voldoende te verwarmen, dit aantal moet omlaag worden gebracht.

2. Investeerders en beleggers

Investeerders en beleggers worden voordelen beloofd met betrekking tot het eenvoudiger maken van duurzame investeringen en beleggingen. Hierbij kan gedacht worden aan keurmerken voor retail beleggingsproducten en de ontwikkeling van een EU standaard voor groene obligaties die duurzaam beleggen bevorderen.

De Europese Commissie heeft echter nog wel goedkeuring nodig van het Europees Parlement en de Europese Raad om zich achter de Green Deal te scharen waardoor de uitwerking in praktijk kan worden gebracht. Het belang van impactbeleggingen in de institutionele woningsector en in de onroerend goed markt als geheel, wordt daarmee verder vergroot.

3.4 Impact investing in de Nederlandse institutionele beleggingswereld

Voorgaande paragrafen hebben het belang van impactbeleggingen benadrukt. Zoals in paragraaf 3.1 aan bod kwam, is door eerder onderzoek aangetoond dat iets meer dan de helft van de beleggers in 2018 impact investing als strategie gebruikten (VBDO, 2018). De bedrijven die hier nog niet mee bezig zijn zullen op korte termijn met regelgeving te maken krijgen waardoor ook zij aandacht zullen (moeten) gaan besteden aan impact beleggingen. Maar ondanks dat deze impact niet altijd expliciet is beoogd in de strategie, hebben beleggers ook impact met hun huidige portefeuilles. Denk hierbij bijvoorbeeld aan transformaties van een leegstaand kantoor naar een woningbouwcomplex (Van Gool, 2019). Uitgangspunt in deze wijze van beleggen blijft volgens Van Gool (2019) wel primair gericht op het behalen van een financieel rendement en niet op de realisatie van een impact op de samenleving. Voorgaande analyse leert ons daarentegen dat het één het ander niet uit hoeft te sluiten. Impact hebben impliceert echter wel een oorzakelijk verband en hangt volgens Stanford (2019) dan ook af van het idee van het contrafeitelijke. Wat zou er gebeurd zijn als een bepaalde investering of activiteit niet had plaatsgevonden? De impactbelegger streeft ernaar positieve sociale resultaten te behalen die niet zouden zijn behaald zonder de financiële investering. Juist gezien de huidige problematiek op de vastgoedwereld, hoofdstuk 1, wordt dit belang door een steeds grotere groep investeerders gezien en opgepakt. Zo focussen steeds meer particuliere en institutionele beleggers in hun beleggingskeuzes op financiële én niet-financiële criteria (Kempen, 2019). Direct vastgoed leent zich daarbij uitstekend voor impact investeren (Van Gool, 2019). Zo geeft ook Marleen Bikkers aan in haar notitie Pensioenfondsen: heb impact met vastgoed! (2017). *“Gebouwen en hun gebruik zijn naast hun economische belang van grote invloed op lokale leefomgevingen en kunnen bijdragen aan een oplossing voor maatschappelijke uitdagingen en de milieuproblematiek. Wij mensen brengen gemiddeld meer dan 90% van onze tijd door in gebouwen en in ontwikkelde landen zijn gebouwen verantwoordelijk voor bijna 40% van de totale energieconsumptie en 1/3 van de totale koolstofdioxide uitstoot”*. Een uitgangspunt wat voor bewustzijn zorgt over de wijze waarop wordt omgegaan met en gerekend wordt aan vastgoedbeleggingen. Naast dit maatschappelijke aspect kunnen bedrijven impact investeringen ook inzetten om zakelijke kansen te genereren door zichzelf in een betere positie bij lokale overheden of gemeenschappen te plaatsen. Voor de vastgoedsector is dit van groot belang omdat zij afhankelijk zijn van interacties met openbare entiteiten bij de ontwikkeling van onroerend goed (Op 't Veld, 2019).

Institutionele beleggers kijken dus steeds vaker naar de impact van hun beleggingen zowel voor maatschappelijke doeleinden als zakelijke kansen. Vanaf 13 januari 2019 zijn pensioenfondsen zelfs bij wet verplicht om ESG op te nemen in de beleggingsbeginselen (Finance ideas, 2019). De meeste beleggers nemen de VN doelstellingen voor duurzame ontwikkelingen, de in paragraaf 3.1 genoemde SDGs, dan ook als uitgangspunt om investeringsbeslissingen te nemen. Onroerend goed lijkt een goed bruikbare asset binnen deze SDG vanwege het belang hiervan in de maatschappij (Op 't Veld, 2019). In een onderzoek naar de implementatie van SDG doelstellingen bij beursgenoteerde vastgoedbedrijven door Hans op 't Veld (2019), wordt aangegeven dat naarmate beleggers de impact van investeringen op de maatschappij de laatste jaren steeds meer beschouwen als onderdeel van hun plicht, hier ook steeds meer rapportages over worden gepubliceerd. Deze rapportages verbeteren de transparantie. Een andere duiding voor het signaleren van een vergroot maatschappelijk belang zijn samenwerkingen. Zo hebben de pensioenfondsen zich bijvoorbeeld verenigd in een Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (IMVB-)convenant die door meer dan 70 pensioenfondsen is getekend welke samen bijna 90% van het belegd vermogen vertegenwoordigen. Hierin zijn afspraken gemaakt over de implementatie van de richtlijnen van de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OESO) en van de Verenigde Naties (UNGP's) (pensioenfederatie, n.d.).

Verwacht wordt dat zowel vrijwillige normen (zoals de IMVB) als wetgeving, de zogenoemde soft en hard laws, elkaar zullen versterken. De hard laws versterken de ontwikkeling van de vrijwillige normen

van bedrijven doordat regeringen en toezichthouders steeds meer van institutionele beleggers verwachten dat zij niet alleen naar de risico-aspecten van ESG kijken, maar ook naar de impact van beleggingen op de samenleving als geheel (Op 't Veld 2019). Voorbeeld hiervan is de eerder aan bod gekomen EU Taxonomie. Volgens onderzoek van Kempen (2019) komen in de praktijk vooral niet-beursgenoteerde beleggingscategorieën in aanmerking als impact investering, zoals private equity, private debt, zogenoemde real assets zoals infrastructuur, land en vastgoed. Volgens APG en PGGM is impact zeer goed bereikbaar door laatstgenoemde real asset vastgoed. Met financiering van voorgenoemde partijen wordt het eerder aan bod gekomen CRREM-project dan ook verder uitgebreid met de woningsector en belangrijke vastgoedmarkten buiten de Europese Unie. Daarbij brengt bij APG een speciaal "Asset Owner Disclosure Project" jaarlijks in kaart "*hoe institutionele beleggers en hun vermogenbeheerders in hun beleid rekening houden met klimaatrisico's en -kansen*" (APG, 2019). VBDO concludeert in haar benchmark onderzoek (2019) dat alle pensioenfondsen, waarvan veel in vastgoed beleggen, op zijn minst verantwoord belegger op basisniveau toepassen. Echter, wordt hen wel aangemoedigd duidelijker en ambitieuzer te zijn in deze activiteiten zodat duurzaam beleggen in de strategie van pensioenfondsen wordt opgenomen. Het is van groot belang dat vastgoedbeleggers, die voor een groot deel met het geld van pensioenfondsen beleggen, rekening houden met deze trends. Volgens een KPMG-studie die in 2017 werd gepubliceerd, besprak ongeveer 40% van 's werelds grootste beursgenoteerde bedrijven de SDG's in hun bedrijfsrapportage. Volgens het rapport heeft de financiële dienstensector een van de laagste acceptatiegraden (37%). Omdat onroerend goed als onderdeel van de financiële dienstverlening werd gezien en niet werd gescheiden, is de verwachting dat de resultaten voor onroerend goed waarschijnlijk ook aan de lage kant zijn (Op 't Veld, 2019). Er doet zich zeker een kans voor om als institutionele belegger te investeren in impact beleggingen.

3.5 Financieren van duurzame beleggingen

Ook het aantrekken van kapitaal tegen aantrekkelijke voorwaarden kan een belangrijke rol spelen in de verdere uitbreiding en professionalisering van impact investeringen. Een duurzame financieringsvorm kan daarbij een belangrijke rol in de duurzame economie innemen. Volgens onderzoek van Stanford (2019), is de belangrijkste vraag of en wanneer beleggers verwachten dat ze zowel voor risico gecorrigeerde marktrente op hun beleggingen ontvangen als echte sociale impact maken. Kortom, dan kunnen beleggers zowel een verschil maken op het gebied van duurzaamheid als geld verdienen. Volgens diverse impact beleggers is dit mogelijk (Stanford, 2019), wat strookt met de in paragraaf 3.2.2 aan bod gekomen vereiste van impact investeringen die zowel een financieel als maatschappelijk resultaat behalen. Juist door deze expliciete intentie van beide resultaatvormen, dient de financieringsvorm waarvoor wordt gekozen de belegger in staat te stellen om op een nog gerichtere wijze een bepaalde impact te bewerkstelligen (Kempen, 2019). De meest geschikte beleggingscategorie kan worden gekozen afhankelijk van het impactdoel. Op deze wijze zou de beleggingscategorie in een perfecte vorm van impactbeleggen, ondergeschikt moeten zijn aan het impactdoel (Kempen, 2019). Echter, in dit onderzoek waarbij de woningmarkt centraal staat, zal hier naar een combinatie van beiden gezocht moeten worden binnen de financieringskaders van onroerend goed welke in hoofdstuk 2.4 aan bod zijn gekomen. Ook hier kan in de toekomst een rol weggelegd zijn voor de ontwikkeling van regelgeving, zoals de Taxonomie. Door middel van een duurzame taxonomie kunnen 'bruine' activiteiten duurder gemaakt worden waardoor dit een stimulans is voor 'groene' activiteiten. In combinatie met gunstigere leningsvoorwaarden voor duurzame projecten, heeft de belegger naast een impact beslissing een extra financiële incentive om voor dit type product te kiezen.

3.6 Deelconclusie

In dit hoofdstuk is het theoretisch kader van het onderzoek geschetst waaruit blijkt dat er een diversiteit van aspecten is welke als fundament dienen van impact investeringen in de onroerend goed branche. Duidelijk is dat er een grote verscheidenheid aan definities wordt gebruikt om impact investeringen te omschrijven wat het geheel niet overzichtelijk maakt. Echter, de meeste bronnen hanteren wel drie uitgangspunten om de definitie vorm te geven. Ten eerste de intentionaliteit en additionaliteit van de impact, er moet sprake zijn van een maatschappelijk effect die anders niet zou zijn opgetreden. Ten tweede moet de impact investering zowel uit een maatschappelijk als financieel resultaat bestaan en tot slot is het van belang dat de behaalde resultaten meetbaar worden gemaakt. De wijze waarop dit meetbaar wordt gemaakt kan echter wel verschillen tussen bedrijven. Naast voorgenoemde begripsomschrijving heeft in hoofdstuk 3 tevens een korte theoretische inventarisatie plaatsgevonden omtrent het huidige gebruik van impact investeringen binnen de onroerend goed branche. De uitgangspunten, meetinstrumenten en rapportages kunnen lopen uiteen waardoor het gebruik hiervan per belegger kan verschillen. Acht van de veelvoorkomende instrumenten / benaderingswijzen; GRESB, GRI, SASB, CCREM, TOC, SWB, SDI AOP en de Taxonomie zijn in 3.2.2 aan bod gekomen en vervolgens ingedeeld naar 'financieel en/of impact' binnen het Spectrum van investeringskapitaal (Figuur 7, Phenix Capital, 2020, eigen bewerking). Zo stelt de Taxonomie de rapportage voorop en kijkt vanuit daar terug naar de investeringen. De SDI AOP kijkt juist naar de investeerder en de behoeften die investeerders hebben om het een en ander meetbaar te maken en te standaardiseren. Een grote verscheidenheid aan uitgangspunten. De manier waarop deze theorie in de praktijk wordt uitgewerkt, welke rapportages hiervoor worden gebruikt en in welke mate toekomstige investeringen hierdoor worden beïnvloed, zal zich verder moeten uitwijzen in het praktijkonderzoek. Dit vindt plaats in hoofdstuk 4 en verder, waarin bij verschillende institutionele beleggers wordt bekeken in welke mate impact investeringen (on)bewust voorkomen in hun portefeuille om een branche brede inventarisatie te maken en aanbevelingen op te kunnen stellen.

H4. De impact van institutionele beleggers

De wijze waarop institutionele beleggers maatschappelijke waarde toevoegen aan hun portefeuille is op basis van de theorie niet volledig inzichtelijk. In hoofdstuk 2 kwam aan bod dat diverse terminologieën worden gebruikt in de theorie waarnaar hoofdstuk 3 de theorie aan heeft gevuld met de voorwaarden van impact investeringen, meetinstrumenten en rapportagemogelijkheden. Er is geen eenduidig overzicht beschikbaar over de omvang van impact investing binnen de institutionele beleggingssector. In dit hoofdstuk zal daarom nader onderzoek plaatsvinden binnen de institutionele woningbeleggers van de IVBN naar impactbeleggingen in de vastgoedportefeuilles, de wijze van meten en rapporteren hierover maar ook naar de toekomst van impact investeringen binnen de beleggingssector.

4.1 De institutionele beleggers binnen het onderzoek

IVBN, vereniging van institutionele beleggers in Nederlands vastgoed, heeft als missie het bevorderen van het investeringsklimaat in Nederlands vastgoed (IVBN, 2020). Dit doen zij door:

- *“het bevorderen van de professionaliteit, transparantie, integriteit en innovatie;*
- *het behartigen van gemeenschappelijke belangen;*
- *het stimuleren van een goede marktwerking;*
- *de gesprekspartner te zijn voor overheden en toezichthouders;*
- *het stimuleren van verduurzaming en hergebruik van de bestaande vastgoedvoorraad;*
- *het benadrukken van de maatschappelijke betekenis van beleggen in vastgoed”*
(IVBN, 2020).

De leden die deel nemen aan de IVBN betreffen vastgoedondernemingen in de vorm van vastgoedfondsen en vermogensbeheerders. Deze bedrijven managen omvangrijke vastgoedportefeuilles voor institutionele beleggers zoals verzekeraars, banken en pensioenfondsen. De leden hebben gezamenlijk voor circa 50 miljard aan Nederlands onroerend vastgoed en daarnaast ook nog 50 miljard aan buitenlands vastgoed. De leden beleggen in woningen, kantoren, winkels, bedrijfsruimten, parkeergarages en overig vastgoed (IVBN, 2020). IVBN heeft samen met ASRE (2018) onderzoek gedaan naar deze portefeuille(verschillen)³. De resultaten uit dit onderzoek zijn als volgt (IVBN, 2018):

1. Type belegging

De gemiddelde (gewogen) vastgoedportefeuille bestaat uit 18% direct vastgoed, 38% beursgenoteerd vastgoed en voor 44% uit vastgoed in fondsen. De kleinere fondsen hebben relatief veel belegging in direct vastgoed en de grootste fondsen in beursgenoteerd vastgoed. Daarnaast hebben alle fondsen in het onderzoek vastgoed in eigen portefeuille.

2. Geografisch

23% van de (gewogen) vastgoedportefeuille bestaat uit Nederlands vastgoed, 28% uit vastgoed in Europa, 27% uit Noord-Amerika en 21% uit Azië. Opvallend daarbij is dat verzekeraars voornamelijk beleggen in Europees vastgoed.

3. Sector

De gemiddelde (gewogen) vastgoedportefeuille bestaat voor 12% uit kantoren, 24% uit woningen, 31% uit retail, 21% uit industrieel en logistiek en voor 12% uit overig of gemengd vastgoed. Er is echter een duidelijke verschuiving van kantoren naar woningen zichtbaar de

³ In dit onderzoek hebben 23 van 40 institutionele beleggers met de grootste vastgoed portefeuilles deelgenomen, respectievelijk €100 van de €130,6 miljard. Hiermee is circa 46% van het belegd vermogen in vastgoed door institutionele beleggers geanalyseerd (IVBN, 2018).

afgelopen jaren. Een vrij grote sectorale diversificatie is zichtbaar. Bijna alle deelnemers beleggen in meerdere sectoren.

Om een representatief onderzoek uit te voeren, worden vijf van de grootste institutionele beleggers in Nederland, op basis van de woningportefeuille-omvang >1 miljard, in het marktonderzoek betrokken. Deze beleggers hebben het meeste eigendom en hebben daarmee de handvatten om invloed uit te oefenen middels hun vastgoed. Door de omvang van hun woningportefeuilles representeren zij op een valide wijze de institutionele belegger in dit onderzoek. Door een interview in plaats van enquêtes kunnen de beleggers, naast antwoorden op vragen, wedervragen stellen, kanttekeningen plaatsen of aanvullingen geven op de antwoorden. Juist in deze extra verdieping en analyse ligt de meerwaarde van de onderzoeksmethode. In het marktonderzoek staat de mening van de belegger centraal om tot concrete uitspraken te komen over de kijk van de grootste institutionele woningbeleggers op impact investing. Het onderzoek verkrijgt robuustheid door te kijken in hoeverre onderzoeksresultaten gelijk blijven waar uitgangspunten tussen beleggers onderling nagenoeg hetzelfde zijn.

4.2 Desk research: IVBN woningbeleggers en hun maatschappelijke impact.

De mate en wijze waarop 5 grote institutionele woningbeleggers impact uitoefenen is een belangrijke basis voor het onderzoek. Iedere institutionele belegger rapporteert jaarlijks over zowel het afgelopen jaar als de plannen voor het jaar daarop in het jaarverslag van de woningfondsen. In onderstaande tabel wordt als eerste inventarisatie uiteengezet met betrekking tot en in welke mate de betrokken woningbeleggers in het onderzoek rapporteren over duurzaamheid en maatschappelijke impact.

Geselecteerde woningbeleggers IVBN en maatschappelijke impact⁴.	
	32 aandeelhouders, geschatte waarde van het vastgoed is €1,7 miljard over 105 complexen, fonds rendement in 2019 van 12,4%. <u>Maatschappelijke impact</u> : inzet op 5 geselecteerde SDG thema's. Certificaten: GPR en 5 sterren GRESB. Sinds 2019 aangesloten bij de UN Global Compact om nadere invulling aan maatschappelijk verantwoord beleggen te geven. (Altera, 2020).
	24 aandeelhouders, 3 woningfondsen met een totale vastgoedwaarde van circa €6 miljard met ruim 20.000 woningen. Totaal rendement van 15,3% voor het Core fonds in 2019. <u>Maatschappelijke impact</u> : 12 geselecteerde thema's voor ESG, 5 sterren in de GRESB en het eerste BREEAM outstanding gebouw in aanbouw (Amvest, 2020).
α.s.r. real estate	20 aandeelhouders, geschatte waarde van het vastgoed is €1,5 miljard over 101 complexen, totaal fonds rendement in 2019 van 14,7% (ASR, 2020). <u>Maatschappelijke impact</u> : 3 sterren GRESB, 9 SDG thema's, naast jaarverslag correspondentie over duurzaamheid via corporate social responsibility policy report (ASR, 2020). In 2020 wordt onderzocht op welke wijze impact investing geïmplementeerd kan worden. Sinds 2011 is ASR aangesloten bij de UN Global Compact (ASR, 2020).
	40 aandeelhouders, geschatte waarde van het vastgoed is €2 miljard over 7000 woningen, totaal fonds rendement in 2019 van 14,7% (CBRE, 2020). <u>Maatschappelijke impact</u> : 5 sterren GRESB, 5 SDG thema's, naast jaarverslag correspondentie over duurzaamheid via investment rapport voor alle sectoren waarin de algemene doelstelling de netto nul-CO ₂ -uitstoot in 2040 is (ipv 2050 ivm Akkoord van Parijs).

⁴ Impact zoals in jaarverslag omschreven, niet limitatieve opsomming

4.3 Field research: IVBN woningbeleggers en hun maatschappelijke impact.

Vastgoed is bij uitstek een plek waar impact gemaakt kan worden omdat juist hier gebruik van ruimte, energie en stedelijke omgeving bij elkaar komen. Op deze plek lijkt theoretisch een snelle winst te behalen, maar is dit in de praktijk ook zo? Gedurende december 2020 en januari 2021 zijn bij voornoemde institutionele beleggers interviews afgenomen. De personen die hiervoor zijn geïnterviewd zijn bij voorkeur de personen binnen de organisaties die als (hoofd)werkzaamheid duurzaamheid hebben. Daar waar geen specifiek duurzaamheidsprofiel door een werknemer wordt ingevuld, is het interview uitgevoerd met de eindverantwoordelijke investeringsmanager voor het woningbeleggingsfonds. Alvorens inhoudelijk op de interviewresultaten in te gaan, zal de onderzoeksmethode nader worden omschreven.

4.3.1 Field research: onderzoeksmethode

De interviews bestaan zowel uit open als gesloten vragen en zijn door de Corona omstandigheden zijn zij allen digitaal via Teams uitgevoerd. Iedere geïnterviewde heeft daarbij toestemming gegeven tot opname van het interview en zichtbaarheid via de camera zodat non verbale communicatie zo goed als mogelijk geïnterpreteerd kon worden. Om de inhoud van dit kwalitatieve onderzoek goed te kunnen analyseren, is ervoor gekozen de interviews achteraf woordelijk te transcriberen. Er is gekozen voor woordelijk transcriberen om de juiste context en details te benadrukken. Belangrijk in een onderzoek met een iteratief karakter waarbij op basis van verzamelde data, in dit geval de interviews, wordt getracht een theorie of een basis voor een theorie te vormen voor de toekomst op basis van empirische waarnemingen (ASRE, 2021). Daar waar dit is verzocht door de geïnterviewden zijn transcripten geanonimiseerd. Met behulp van het kwalitatieve analyseprogramma ATLAS zijn de woordelijk getranscribeerde interviews nader geanalyseerd. Per interviewvraag zijn vooraf op een deductieve wijze codegroepen aangemaakt. Voor de meerkeuzevragen is zodoende een codeboom opgebouwd. Zo kon bij meerkeuzevragen een optelling per antwoord plaats vinden middels de 'quotation content'. Voor de open vragen zijn, middels inductief coderen, open codes aangemaakt bij de analyse van de transcripten. Dit wil zeggen dat er codes zijn gekoppeld aan de open antwoorden om deze codes onder de bestaande codeboom toe te voegen bij de open vraag. Uiteindelijk werd middels een export naar excel per interviewvraag duidelijk wat de (meerkeuze of open) antwoorden zijn, welke citaten er bij antwoorden horen evenals losse memo's en wat de eventueel gecodeerde context van een citaat is. Hierdoor was de analyse van de verschillende interviews goed uit te voeren en desgewenst in grafieken te zetten. De kwalitatieve analyse middels Atlas heeft door deze manier van analyseren zowel een deductief als inductief karakter. De codeboom is in bijlage 1 toegevoegd.

Kern van het onderzoek is meer duiding geven aan de term impact investing en analyseren of en op welke wijze deze wat abstracte term 'impact investing' in de praktijk wordt gebruikt en ingekaderd. Om in dit wetenschappelijke onderzoek een bewuste brug te slaan tussen het gebruik van de terminologie en de uitwerking en ervaringen in de praktijk, is ervoor gekozen middels citaten deze praktijkervaring te benadrukken. Hiermee is getracht de toegankelijkheid te vergroten. Daarbij is er bewust voor gekozen niet te verwijzen naar personen per citaat, het gaat in deze analyse immers om

het verkrijgen van inzicht in de mate waarop impact investering een plek inneemt bij woninginvesteringen, niet om het afzetten van de antwoorden van beleggers tegenover elkaar.

4.3.2 Field research: onderzoeksvragen

De interviewvragen zijn opgebouwd uit 4 onderzoeksthema's om de vragen op een zo overzichtelijk mogelijke manier te presenteren aan de geïnterviewden en handvatten te bieden tijdens het gesprek. De interviewvragen, terug te lezen in bijlage 2, zijn opgedeeld in de volgende thema's:

- A. Organisatiekenmerken
- B. Duurzaamheid
- A. Impact investing
- B. Toekomst van duurzaamheid en impact investing

A. Organisatiekenmerken

Ondanks een uitgebreid desk research is er ter kennismaking voor gekozen de kenmerken van de organisatie na te gaan op correctheid en de gesprekken op deze wijze te starten. Hierbij zijn vragen aan bod gekomen over de omvang van het fonds, aantal wooncomplexen in Nederlands, geschatte waarde van het vermogen en de groeiambitie. Een link naar onderdeel A is eveneens gelegd waar de inbedding van duurzaamheid in de organisatie (type functieverdelingen) centraal staat evenals de verschillende rapportages waarmee de organisatie naar buiten treed.

B. Duurzaamheid

Na deze eerste kennismaking met de inrichting van de organisatie en duurzaamheid, wordt in het tweede deel dieper op duurzaamheid ingegaan. De definitie omtrent duurzaamheid staat hierbij centraal om te kunnen inschatten of het startpunt voor iedere belegger gelijk is of dat hier verschillen in zitten. Deze vraag wordt opgevolgd door enkele meerkeuzevragen over de omvang van duurzaamheid in de woningportefeuille, op welke gebieden de organisatie zich in zet voor een duurzame portefeuille, welke SDG thema's centraal staan en wat de intrinsieke reden is van de focus op duurzaamheid voor de organisatie. Deze meerkeuzevragen geven een eerste inzage in het belang en de wijze waarop duurzaamheid bij de desbetreffende belegger is ingebed in de organisatie. Het onderdeel sluit af met de gebruikte meetinstrumenten en benchmarken waarvan de belegger gebruik maakt en in de nabije toekomst de aandacht heeft. Op bovengenoemde wijze ontstaat een totaaloverzicht van de manier waarop beleggers intern met duurzaamheid om gaan maar ook de manier waarop zij hierover naar buiten toe communiceren. De analyse zal uitwijzen waar de overeenkomsten en verschillen tussen de beleggers zitten in de uitgangspunten omtrent duurzaamheid.

C. Impact investing

Het kernthema van het onderzoek is middels voorgaande thema's ingeleid en vindt in het derde onderdeel van het interview nadere uitwerking. Ook hier wordt gestart met een algemene definitie, enerzijds om bekendheid met de terminologie te toetsen en anderzijds om te zien in hoeverre de verschillende organisaties hier (verschillende) uitgangspunten innemen. Een eerste inzage wordt gevraagd in impact investing in de woningportefeuille middels meerkeuzevragen over impact investing als bijproduct of onderdeel van de bedrijfsvoering, de wijze waarop impact gemaakt wordt en het deel van de investeringen in de woningportefeuille waarvan wordt gezegd dit als impact te beschouwen. Na deze eerste analyse volgt een specificatie van de eerder gegeven definitie. Om volgens de theorie daadwerkelijk aan impact investing te doen moet immers aan een aantal kenmerken worden voldaan. Door, na aanvulling van de kenmerken, opnieuw de vraag te stellen omtrent het aantal impact investeringen binnen de woningportefeuille, wordt er nogmaals getoetst hoe groot deze omvang van impact investing in de praktijk is. Daarna wordt dieper in gegaan op een eventuele relatie tussen

financieel en maatschappelijk rendement. Door plaatsing van de eigen organisatie binnen het theoretische Phenix Capital model wordt vervolgens onderzocht of de verschillende beleggers van mening zijn een 'impact driven' organisatie te zijn. Na analyse van de verschillende antwoorden kunnen de beleggers individueel en ten opzichte van elkaar worden gepositioneerd in dit model. Het onderdeel impact investing sluit af met vragen over de Europese wetgeving en de wens / noodzaak om meer aan impact investeringen te doen in de toekomst. Dit is een belangrijk aspect aangezien hieruit het belang van het onderzoek en eventueel toekomstig onderzoek kan worden aangetoond.

D. Toekomst van duurzaamheid en impact investing

Het interview sluit af met een kijkje naar de toekomst. Wat is er nog meer nodig om beleggers te betrekken bij impact investeringen en welke rol is hier weggelegd voor de overheid, de branchevereniging of andere betrokken partijen? Waar kan, volgens de geïnterviewden, snelle winst behaald worden om transitie te verwezenlijken? Deze vragen zullen aanleiding geven welke handvatten beleggers nodig hebben en waarop zij zich willen richten in de nabij toekomst. Daarnaast speelt deze vraag een belangrijke rol in de uiteindelijke totstandkoming van de expert groep. De partijen die beleggers aanwijzen als betrokken actoren voor verdere ontwikkeling van impact investing in de (dagelijkse) praktijk van de beleggers, moeten aangeduid worden met deze analyse om gezamenlijk op te kunnen trekken.

4.3.3 Field research: interviewresultaten

In lijn met de eerder benoemde onderzoeksthema's, vindt de uitwerking van de interviews in deze paragraaf middels dezelfde opbouw plaats.

A. Organisatiekenmerken

De institutionele woningbeleggers die deelnemen aan dit onderzoek verschillen in grootte van elkaar. Waar de ene belegger zich alleen op woningbouw richt, heeft de ander meerdere specialismen waaronder kantoren, zorg en/of commercieel onroerend goed. De omvang van de woningportefeuilles ligt tussen €1,8 en €7,8 miljard. Allen beleggen zij het vermogen van aandeelhouders welke hoofdzakelijk pensioenfondsen en verzekeraars betreffen. Het merendeel van de beleggers heeft een aparte duurzaamheidsrapportage, een enkeling neemt duurzaamheid alleen op in het portfolio plan en jaarverslag van het bedrijf maar besteedt hier dan wel een volledig hoofdstuk aan. Redenen die worden gegeven omtrent het verwerken van duurzaamheid in openbaar toegankelijke resultaten zijn: *"we zijn trots op de duurzame stappen die wij maken"* maar ook *"de GRESB vraagt om openheid en inzicht in duurzaamheidsdata"*. Hier is dus een combinatie van nut en noodzaak aan de orde. De wijze waarop **duurzaamheid in het bedrijf is ingebed** loopt uiteen. Bij 1 van de beleggers is er geen sprake van een aparte duurzaamheidsmanager maar daar staat wel een vacature voor open omdat ook hier duurzaamheid een prominentere plaats in de organisatie zal gaan innemen. Het andere uiterste is de belegger waar maar liefst 3 duurzaamheidsmanagers een team vormen om alle huidige duurzaamheidsaspecten binnen de gehele organisatie te implementeren maar ook om goed te kunnen anticiperen op toekomstige ontwikkelingen. Daarnaast valt op dat de duurzaamheidsmanager bij alle beleggers direct onder de directie gaat werken of werkt. Het belang van duurzaamheid nu en in de toekomst wordt hiermee onderstreept. De duurzaamheidsmanager van een van de beleggers geeft aan dat onder de kerntaken valt *"verantwoordelijkheid voor de beleidsontwikkeling, rapportage en benchmarking en ondersteuning bij implementatie"*. Duurzaamheidstaken worden daarbij uitgezet en verdeeld binnen de organisatie. Waar het om complexgewijze aansturing van duurzaamheid gaat, hebben ook de fondsmanager en technisch-/assetmanager een groot aandeel in de uitvoering van het duurzaamheidsbeleid. Maar ook de afdelingen risk, control en finance worden betrokken in het grotere geheel van verduurzaming. Kortom, duurzaamheid valt veelal onder de verantwoording van de duurzaamheidsmanager(s) maar het draag- en werkvlak bevindt zich door de gehele organisatie heen.

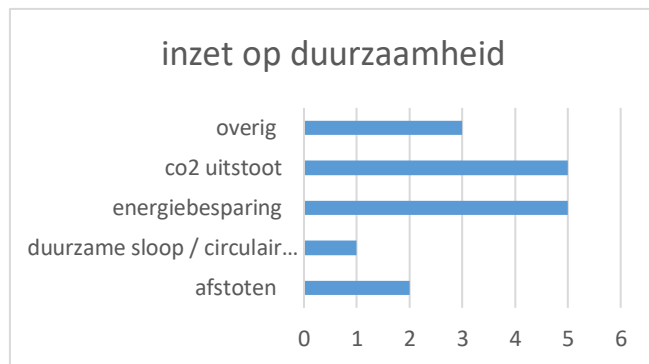
B. Duurzaamheid

Alle beleggers zijn bekend met de **terminologie** omtrent duurzaamheid maar maken geen gebruik van het, in hun ogen, beknopte uitgangspunt dat er geen afbreuk gedaan mag worden aan mens en milieu. Unaniem geven de beleggers aan dit als basis te zien maar vooral te kijken naar een extra toevoeging als algemene verantwoordelijkheid van partijen die zich maatschappelijk betrokken voelen. Duurzaamheid wordt gezien als een heel breed begrip met een hoog abstractieniveau waarbinnen beleggers hun eigen termen en uitgangspunten handteren. Zo geeft een van de beleggers aan dat *“Onze duurzaamheidsstrategie er wel echt op geënt is om een positieve impact te maken in plaats van te houden zoals het nu is”*. Een andere belegger geeft aan *“we willen, denk ik, sterker positieve bijdrage dan geen afbreuk doen. Hiervoor gebruiken wij ESG in de breedste zin”*. Zowel de huurders van de woningen als de achterliggende waarde van het vastgoed blijken hierbij van groot belang. Uit de antwoorden omtrent de terminologie kan geconcludeerd worden dat het mes aan twee kanten lijkt te snijden waardoor institutionele beleggers zeer welwillend zijn om te investeren in een duurzame portefeuille. De beleggers delen de mening dat een duurzame portefeuille een sterk(er) fundament vormt en bijdraagt aan een degelijke toekomst met een stabiel rendement.

Het belang van een duurzame portefeuille wordt nogmaals onderstreept bij de vraag over het **aandeel duurzame projecten/complexen** in portefeuille die de organisatie als dusdanig beschouwt. Hierbij luidt een eenduidig antwoord, bijna alle projecten in het fonds zijn duurzaam. De afgelopen jaren is een grote verduurzamingsslag geslagen door middel van investeringen en renovaties. Voorop staat dat alle nieuwe aankopen in de portefeuille duurzaam zijn, iedere investeringsbeslissing wordt nadrukkelijk getoetst op duurzaamheid. Voor enkele oudere complexen in de portefeuille liggen nog plannen om extra verduurzamingsmaatregelen te treffen. Desondanks wordt ook het belang aangeduid van het blijven verduurzamen van de portefeuilles en verder te kijken dan Nederlands perspectief. *“Wij zullen nooit zeggen alles is 100% duurzaam”* en *“er zal geen één gebouw zijn die nooit meer aangepakt hoeft te worden”* benadrukt het voortdurende proces van het duurzaam houden van de vastgoedportefeuille. Daarnaast is het belang van het Paris Proof maken van de portefeuille bij iedere belegger doorgedrongen, iets wat voor nieuwe complexen eenvoudiger te realiseren lijkt dan voor de bestaande bouw.

Dat er een belangrijke **focus is op duurzaamheid** bij de institutionele beleggers van woningfondsen is duidelijk, maar waar bevindt de **oorsprong** zich van deze focus? Bij deze vraagstelling aan de vijf geïnterviewde institutionele beleggers, geeft iedere belegger aan dat het tot de kerndoelstelling van de organisatie behoort. Een logische verklaring aangezien bij voorgaande vraag geconcludeerd werd dat een duurzame portefeuille voor een toekomstbestendig stabiel rendement kan zorgen. Twee beleggers geven echter daarbij wel als kanttekening dat duurzaamheid niet altijd een kerndoelstelling is geweest in het verleden. Het bewustzijn is daarbij vergroot door aandacht vanuit de aandeelhouders voor het onderwerp duurzaamheid, *“de kerndoelstelling is geëvalueerd uit het feit dat aandeelhouders eisen stellen en waarde hechten aan duurzaamheid”*. Eén belegger geeft daarnaast aan dat ook wet- en regelgeving van invloed zijn op het aanscherpen van duurzaamheidsbeleid. *“Wij geloven echt dat duurzaam vastgoed, waardevast vastgoed is en dat wet- en regelgeving steeds strikter wordt. En dan kun je daar eigenlijk maar het beste op anticiperen. Aandeelhouders zijn hier ook mee bezig. Als wij goed inzicht krijgen in hoe onze aandeelhouders duurzaamheid zien en wat ze belangrijk vinden, kunnen wij er op anticiperen”*. Wet- en regelgeving wordt hierin zodoende genoemd als een extra stimulans om een eenduidig beleid te kunnen formuleren en nastreven. Bovenal kan uit de antwoorden op deze vraag worden geconcludeerd dat alle beleggers (inmiddels) duurzaamheid als een van de kerndoelstellingen binnen de organisatie heeft opgenomen.

Aangezien duurzaamheid tot een van de kerndoelstellingen van de beleggers behoort, wordt dieper ingegaan op de **wijze waarop een duurzame portefeuille** wordt bewerkstelligt. CO₂ uitstoot en energiebesparing worden gezien als de thema's waar alle geïnterviewde beleggers collectief op inzetten. Twee beleggers zetten daarnaast ook in op duurzame sloop en het afstoten van niet duurzame complexen. Dat laatste wordt alleen gedaan als het echt niet anders mogelijk is want dat wordt wel gezien als het verplaatsen van het probleem in plaats van het land verduurzamen. Het recyclen van bouwafval wordt maar door één belegger genoemd als aandachtspunt bij de verduurzamingslag.



Figuur 13: duurzaamheid in de portefeuille, 2021

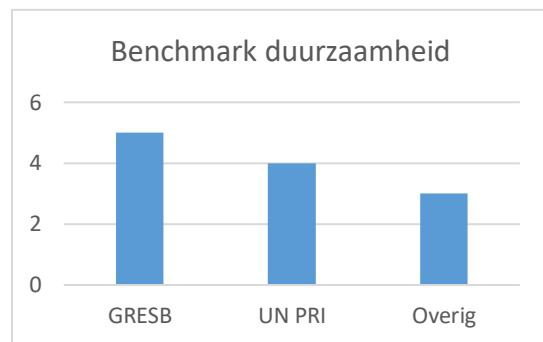
De andere beleggers geven aan dat de nadruk hier nog (te) weinig op ligt maar dat ze circulair bouwen wel als belangrijk aandachtspunt voor de toekomst zien. *“In de productie van de bouwmaterialen ligt heel veel uitstoot verstopt en eigenlijk door ofwel te kiezen voor wat meer BIO based materialen ofwel door meer circulair te handelen reduceer je eigenlijk CO₂ uitstoot, aangezien je geen nieuwe producten koopt. Daar zien we de discussie wel naartoe gaan, maar dat is overigens waar wij ook nog aan het zoeken zijn hoe we hier een positie in kunnen nemen.”* De acquisitiefase lijkt hierbij een belangrijke fase voor de belegger. Er wordt samen met de betreffende ontwikkelaar en aannemer gekeken in welke mate het project nog circulairder te maken is maar uit enkele interviews komt naar voren dat het lastig is de markt op dit aspect te overvragen in combinatie met het financiële bod. Naast de gegeven meerkeuzeantwoorden is er ook aangevuld met overige gebieden waarop duurzaamheid een belangrijk aspect inneemt; klimaatadaptatie, betaalbaarheid en maatschappelijke betrokkenheid maken volgens beleggers ook een onderdeel uit van een duurzame portefeuille. Uit de beantwoording van deze vraag is te concluderen dat alle beleggers middels diverse aspecten inzetten op duurzaamheid maar ook blijven zoeken naar nieuwe mogelijkheden om verder te verduurzamen.

Om de (mate van) duurzaamheid in de portefeuille te meten en hier concreet op te kunnen sturen en over rapporteren, maken de meeste beleggers gebruik van een externe partij gespecialiseerd in meetdata, te weten Innax. Beperking van CO₂ uitstoot en gebruik maken van slimme meters wordt door alle beleggers aangegeven als belangrijk **meetinstrument**. Een van de beleggers geeft daarnaast aan bezig te zijn met een koppeling tussen duurzaamheid en klanttevredenheid. *“We nemen gebouw specifieke kenmerken mee om de mogelijke acties uit te zetten om uiteindelijk het netto risico voor de omgeving lager te krijgen. Uiteindelijk willen we ook huurdertevredenheid koppelen aan geluk en duurzaamheid.”* Duidelijk is dat alle institutionele beleggers zich meer en meer aan het richten zijn op klantbeleving. Dit wordt meetbaar gemaakt in de jaarlijkse onderzoeken onder huurders waardoor op dit gebied de KTV (klanttevredenheid) in een benchmark kan worden geplaatst. Duurzaamheid en de wijze waarop je als belegger om gaat met duurzaamheid binnen complexen, kan hier in de toekomst een belangrijke rol gaan spelen waar er meer bekendheid bij huurders over heerst en er belang aan wordt gehecht.

Zoals in de desk research aan bod gekomen, zijn alle institutionele beleggers bekend met het feit dat er **SDG thema's** bestaan en zij zich hiermee bezig houden. Zowel in diverse rapportages als intern binnen de organisaties worden SDG thema's aangehouden als doelstellingen. Uit de interviews blijkt dat de institutionele beleggers zich allen richten op de thema's 3, 7, 11 en 12. De meesten richten zich daarnaast ook op 13 en twee beleggers richten zich tevens op 6. Een enkele partij geeft aan ook overige doelstellingen in acht te nemen maar in mindere mate waardoor dit geen specifiek onderdeel uit maakt van het beleid. Wat verder uit de interviews naar voren komt is dat de bekendheid met deze

thema's niet bij iedereen even accuraat is. Ondanks dat de SDG thema's een belangrijk onderdeel vormen van de duurzaamheidsdoelstellingen van institutionele beleggers, lijkt het erop dat dit nog beter in de verschillende lagen van de organisaties ingebed kan worden.

Een van de mogelijkheden om belang van duurzaamheid te benadrukken, is een **benchmark**. Waar aandeelhouders en investeerders belang hechten aan een onderwerp, zullen zij bij het instappen in een nieuw fonds of beoordeling van hun bestaande fonds, kijken naar de ranking op de benchmark van deze belangrijke onderwerpen. Op deze wijze is ook de GRESB enkele jaren geleden tot stand gekomen. Aan de GRESB benchmark wordt dan ook door iedere grote institutionele belegger deelgenomen omdat GRESB als een algemeen geaccepteerde maatstaf wordt beschouwd. Naast de GRESB wordt de UN PRI door bijna alle beleggers eveneens gezien als belangrijk instrument, daarin lijkt het verschil in deelname qua zwaarte te verschillen tussen de deelnemers. De UN PRI wordt ingezet als het zoeken van een stukje alignment met de investeerders. Als overige benchmark / belangrijke instrumenten worden aangegeven: green bond, Paris Proof commitment van DGBC en de taskforce financial disclosure. Instrumenten waarvan de beleggers een waarde zien nu en in de toekomst om als benchmark te dienen.



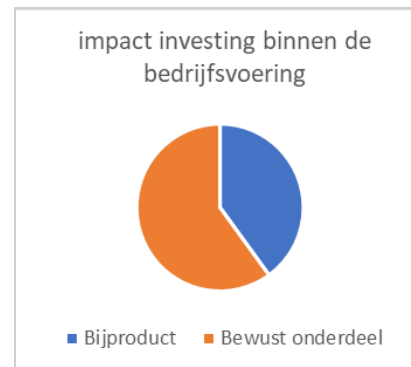
Figuur 14: benchmark duurzaamheid,

C. Impact investing

Alle geïnterviewde beleggers uit dit onderzoek zijn bekend met de **term impact investing**. In meer of mindere mate hebben de institutionele beleggers zich verdiept in de terminologie en het gebruik hiervan. De betekenis van de term is echter nog lastig exact aan te geven. *“Het is eigenlijk zo dat het wel een hele moeilijke term is, want wat voor jou impact investing is hoeft dat voor mij niet te zijn en andersom. Dus ook als je het aan een investeerder vraagt, dan krijg je verschillende antwoorden en dat maakt het moeilijk. Bij ons wordt het zorgfonds door aandeelhouders wel echt als een impactfonds gezien.”* Een van de beleggers geeft aan al daadwerkelijke doelstellingen te hebben opgesteld voor wat betreft impact investeringen. *“Ja, we hebben zelfs sinds december 2020 twee impact doelstellingen, deze rapportage hierover moet nog uitkomen daar zijn we mee bezig. Als onderdeel van het woningfonds is dat betaalbaar wonen. Als onderdeel van het dutch science park fonds is dat positieve impact die we maken op Nederlandse ecosystemen op science parks.”* Een van de andere beleggers is bezig met het opzetten van een specifiek fonds voor impact investeringen waarbij zij zich vooral richten op het betaalbare middensegment woningen. Kortom: alle geïnterviewde beleggers zijn momenteel al bezig met het onderzoeken naar de mogelijkheden om impact investing binnen de portefeuille te implementeren. Van de vijf beleggers hebben er drie al zeer concrete plannen voor de uitwerking van impact in een bestaand of in een nieuw op te richten fonds.

Dit belang wordt nogmaals onderstreept bij de beantwoording van de vraag of impact investering een **bewust onderdeel uitmaakt van de bedrijfsvoering**. Drie beleggers geven aan dat impact investing al een bewust onderdeel van de bedrijfsvoering is en zodoende zeker niet als een bijproduct wordt beschouwd. Een andere belegger geeft aan dat impact investing een wens is geweest vanuit de

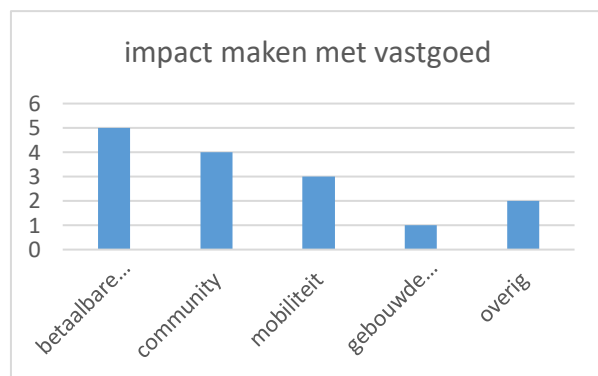
aandeelhouder. Aandeelhouders stellen wel vragen maar nog geen harde eisen. De overige twee beleggers die impact nog als bijproduct zien, geven aan al wel veel rekening te houden met impact binnen de huidige portefeuilles maar het nog niet als dusdanig te benoemen / benaderen. *“Het is een steeds belangrijker wordend bijproduct. Onze investeerders waren eigenlijk al bezig met constant aan onze vragen stellen [over een nieuwe aankoop]. We gaan toch ook wel echt verhuren aan sleutelberoepen he? Ze hebben ook echt goedkeuring gegeven onder de voorwaarde dat we beleid gaan uitwerken hierover. Dus ja, zij zien dit ook al een impact investing.”* Interessant is het gegeven dat de aandacht vanuit aandeelhouders omtrent impact investing nogal uiteen loopt. Daar waar de beleggers aangeven



Figuur 15: impact binnen bedrijfsvoering, 2021

dat het geen bewust onderdeel is van de bedrijfsvoering maar een bijproduct, zien zij dit wel als een steeds belangrijker wordend bijproduct wat in de toekomst onderdeel van de bedrijfsvoering zal uitmaken. Als kanttekening wordt wel opgemerkt dat impact investing nog een lastig te duiden definitie is. *“Bewust en onbewust zijn we natuurlijk heel erg bezig met impact investing. Wij focussen ons volledig op middensegment, het lastige hiermee is dat als je naar grootstedelijke gebieden kijkt en middensegment, ja dan krijg je dus veel kleinere woningen met misschien geen buitenruimtes. Je gaat overal een beetje besparen en dat is dan oorspronkelijk nog impact, want je zit op het middensegment. Maar dit zijn uiteindelijk niet de kwaliteit woningen die je zou willen.”* Belangrijke kanttekening bij de uitvoering van impact investeringen lijkt hiermee gemaakt, alleen impact maken als dit niet ten koste gaat van kwaliteit. Duidelijke handvatten of specificaties hieromtrent ontbreken echter nog. Impact investeringen bevinden zich vooralsnog binnen de maatstaven van de portefeuille en geven daarmee geen extra ruimte om impact te maken tegen andere fondsvoorwaarden zoals een lager rendement.

Alle geïnterviewde beleggers zijn van mening dat zij **impact maken met de investeringen** in hun woningportefeuille, zowel bewust als onbewust. In het verlengde omtrent een nog onduidelijke terminologie, is de wijze waarop impact kan worden gemaakt ook verschillend. Ondanks dat er unaniem wordt gezegd dat betaalbare woonruimte een belangrijk middel is om impact te maken door middel van vastgoed, wordt hier door enkele geïnterviewden wel kanttekeningen bij geplaatst. Zoals eerder te lezen mag de

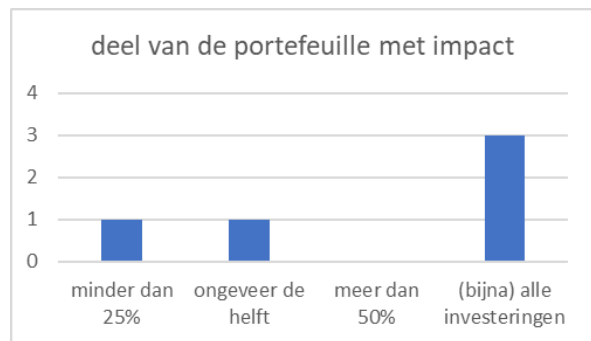


Figuur 16: impact maken met vastgoed, 2021

kwaliteit van de woning niet ten kosten gaan door de betaalbaarheid. Ook hier wordt dat wederom benadrukt door een andere belegger. *“En dan vind ik ook betaalbaarheid, dat vind ik nog een discussie waard, want betaalbaarheid is dus financieel. Maar ja, als je daar maar 30 vierkante meter krijgt, ja, is het dan betaalbaar.”* Een andere belegger nuanceert de betaalbaarheid eveneens, corporaties vangen een heel groot deel op van deze betaalbaarheid en de vrije sector moet ervoor zorgen dat prijzen niet te gek worden. Naast de betaalbaarheid speelt het oprichten van community ook een steeds grotere rol binnen de vastgoedwereld. Diverse initiatieven zijn er om naast woningen ook een fijn leefklimaat aan huurders te kunnen geven waar sociale cohesie van belang is. De beleggers zijn het er over eens dat het sociale cohesie een heel groot belang vormt binnen de maatschappelijke kant van het vastgoed. Een van de beleggers geeft hier een treffend voorbeeld: *“We hebben gewoon van die gebouwen waar mensen elkaar gewoon allemaal kennen door een lokaal krantje uit te brengen. Het is toch fantastisch. Het kost misschien 5/600 euro, ja dan wordt je euro gewoon goud waard omdat de*

bewoners hier blij van worden.” Naast betaalbare woonruimte en communities, worden ook mobiliteit en impact reduceren op de gebouwde omgeving aangemerkt als aspect waarmee impact kan worden gemaakt. Interessant zijn ook de overige antwoorden die op deze vraag worden gegeven. Opvallend daarbij is de nadruk op het reduceren van klimaatverandering, het toevoegen van groen in de nabijheid van de woningen en het verhogen van ‘geluk’ bij huurders. *“We voeren enquêtes uit naar waar willen we naartoe en wat waarderen huurders het meeste aan de eigen woning – en dat heeft dus heel veel relevante informatie opgeleverd: hier zijn bewust geluksvragen gesteld [...] over veiligheid en connecties. Naar aanleiding daarvan hebben we meer groen toegevoegd.”* Een mooi voorbeeld waarbij het verband tussen inzetten op duurzaamheid en tegelijkertijd een prettig woonklimaat voor huurders aanbieden lijkt hiermee gevonden. Het meetbaar maken van deze impact is echter nog een uitdaging.

In het verlengde van deze analyse is de vraag gesteld met **welk deel van de portefeuille daadwerkelijk impact wordt gemaakt**. Omdat de terminologie per organisatie en per persoon kan verschillen moet de beantwoording van de vraag als inschatting worden benaderd. De meeste geïnterviewden geven aan dat zij met vrijwel de hele portefeuille impact maken, twee beleggers wijken daarvan af en geven aan met ongeveer de helft en minder dan 25%. Typischer is dat dit de beleggers zijn die in de beantwoording van de vragen wel het meest ver lijken te zijn met onderzoek en uitwerking van impact binnen hun portefeuille.



Figuur 17: deel van de portefeuille met impact, 2021

Na uitleg van de theoretische benadering van impact investering en de kenmerken die gesteld worden in de theorie om een product als impact investering aan te kunnen merken, wijkt de beantwoording van de vraag echter maar minimaal af. Eén belegger wijzigt zijn antwoord van ‘bijna alle investeringen’ naar ‘minder dan 25% van de investeringen’ omdat de meetbaarheid nog te wensen over laat. Een andere belegger die aangeeft dat bijna alle investeringen voldoen aan impact, geeft nu toch ook een kanttekening, en dat zit voornamelijk in de additionaliteit. *“Ik vind die additionaliteitsdiscussie altijd mateloos complex. Voegen wij meer vastgoed toe omdat wij impact investors zijn? Ik – ik weet het niet – dus die intentionaliteit, die meetbaarheid de ESG return. Ja allemaal de check check check, nog steeds 100 procent. De additionaliteit is mateloos complex en weet ik dus ook niet, voor nu zou ik zeggen bijna alle investeringen.”* De specificatie van terminologie blijft hiermee een terugkomende onbekende.

Zeker waar het merendeel van de beleggers aangeeft voor een groot deel aan impact investeringen te doen, is het interessant om te zien welke relatie er wordt verondersteld tussen dit **maatschappelijke rendement en het financieel rendement**. Op deze vraag geven drie beleggers aan niet noodzakelijkerwijs een relatie te zien tussen beide rendementsoorten. Er hoeft, volgens hun, geen deel van het financieel rendement te worden opgeofferd om daarnaast ook maatschappelijk rendement te maken. Twee beleggers denken echter dat hier wel een verband zit maar geven aan dat maar een relatief klein deel van het financieel rendement ingeleverd hoeft te worden voor maatschappelijk rendement. Geen van de beleggers is van mening dat de focus op maatschappelijk rendement altijd ten koste gaat van een groot deel van het rendement. Dit lijkt een goed vooruitzicht waar eerder in het onderzoek duidelijk is geworden dat er bij de beleggers weldegelijk de wil is om meer aan impact investeringen te doen.

In de theoretische uitgangspunten van het onderzoek is het **Phenix Capital model** gebruikt om de plaatsing van diverse meetinstrumenten (in ontwikkeling) in kaart te kunnen brengen. Enkele van de geïnterviewde beleggers (twee van de vijf) zijn bekend met dit spectrum van investeringskapitaal. Vier

beleggers geven aan hun organisatie als impact driven te zien, met de nadruk op financial first. Financial first is daarmee aan te merken als een steeds belangrijker wordend kenmerk van institutionele beleggers. Een belegger geeft aan een verschuiving van financial first naar impact first te zien binnen de organisatie. Een andere belegger geeft aan ook te zien dat er impact wordt gemaakt. *“Aan de ene kant vind ik dat we wel degelijk veel impact hebben, maar we benaderen het niet als een impact investering, omdat het financial first is. Je moet het financieel rendement halen, dat is ‘de ondergrens’ maar alleen financieel rendement is niet voldoende daar kopen we niet alleen op aan, het moet meer toevoegen.”* Waar beleggers investeren met geld van aandeelhouders, is logischerwijs te verklaren dat het een financial first product is. Maar ook die aanname is discutabel waar de inzet van deze financiën ook maatschappelijk worden ingezet. *“In principe ligt het startpunt denk ik bij, dat onze huurders die hebben een pensioen APG, PGGM, noem maar op, en die pensioenen zijn uiteindelijk bij ons belegd. Dus uiteindelijk zit daar de kern, de aandeelhouders. Dus daar zit ook weer die interne doelstelling, die intrinsieke doelstelling dat wij uiteindelijk betaalbare, duurzame, goede collectieve woningen willen aanbieden voor huurders en uiteindelijk ook weer een verantwoorde belegging en een goed rendement vormen voor de beleggers / pensioenfondsen en daarmee uiteindelijk het cirkeltje rond is dat je dus betaalbare woningen aanbiedt en uiteindelijk ook een goed pensioen aan kan bieden tegen aan diezelfde huurders.”* En ook een derde belegger geeft aan dat impact investing meerdere benaderingskanten heeft als je alleen kijkt naar impact wat je maakt met de belegging zelf terwijl aan de andere kant ook impact wordt gemaakt met het rendement. Hoe meer rendement er wordt gemaakt, hoe meer geld er naar de pensioenfondsen gaat en zodoende naar de mensen die met pensioen zijn en hierdoor een goede voorziening hebben. Met finance first kan op die manier wel degelijk veel impact gemaakt worden. Slechts één van de beleggers geeft aan nog meer stappen te willen maken om in het spectrum financial first te komen en zich op dit moment nog voornamelijk te richten op verantwoord ondernemen binnen het onderdeel ESG integratie.

Approach	Traditioneel	Responsible investment				Philanthropy
		Negative screening	ESG integration	Impact investing		
Focus	Financial only			X	X	impact driven
		Financial first	Impact first			
				X		
				X		
			X			
				X		
				X		

Figuur 18: plaatsing beleggers binnen het Phenix Capital model, 2021

Het onderdeel impact investing binnen de interviews is afgesloten met de **opkomende wet- en regelgeving**. Vrijwel alle beleggers zijn bekend met de wetgeving die er in 2021 aan komt. De ene organisatie is hier al klaar voor terwijl de andere organisatie nog druk bezig is een aantal zaken beter in kaart te brengen en het team te versterken met een duurzaamheidsmanager om beter te kunnen communiceren over deze nieuwe wetgeving. Een belegger die door het aangaan van een Green Bond al langer bezig is met de implementatie van de taxonomie geeft als kanttekening aan dat er voor hen weinig zal veranderen omdat zij voorop lopen in de Green Bond en ook voor 2021 hierdoor al aan veel vereisten van de Taxonomie voldoen. De teksten uit deze Taxonomie lijken uit de interviews echter voor veel beleggers een doorn in het oog. Zij worden veel te juridisch en abstract van aard gevonden waardoor het voor de beleggers lastig is een koppeling met de praktijk te maken.

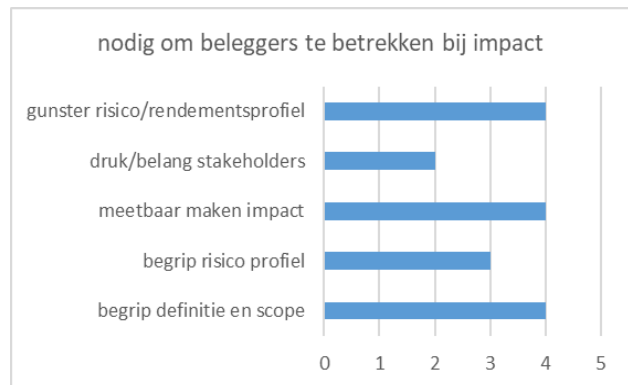
Naast de verplichting door wetgeving, geven alle geïnterviewde beleggers unaniem aan de intentie te hebben om **in de toekomst meer aan impact investing te doen**. Zoals eerder aan bod gekomen is één

belegger bezig met een apart impact fonds. *“Ja, we zien wel dat daar een gat in de markt zit. Natuurlijk maakt dit ook een onderdeel uit van de huidige strategie om meer impact hebben met je vastgoed. Alleen wij hebben natuurlijk ook gewoon een bestaand fonds, dus het is niet zo dat dat in één keer veranderd. Dit nieuwe fonds wordt echt een apart fonds binnen het bedrijf. Dus dit fonds krijgt eigen uitgangspunten, eigen targets en daarmee ook kun je het ook echt aan impact werken.”* Ook een andere belegger, weliswaar nog meer inventariserend van aard, geeft aan te onderzoeken of een apart impact fonds kan worden opgezet voor woningen in het lagere segment waarbij de hoofdrol is weggelegd voor het voeren van een actieve community. De belegger die al werkt met twee specifieke impact doelstellingen geeft aan: *“Er zijn plannen, ja er zijn zeker plannen voor de toekomst, want we hebben nog een aantal impact thema's, maar die willen we gewoon verder uitwerken en we willen daarmee heel erg integer vasthouden aan onze eigen definitie impact investing en de interpretatie daarvan. Dat kost gewoon best wel veel tijd en moeite om allemaal uit te werken. We zijn nog niet waar we willen zijn, maar we zijn wel op weg.”*

D. Toekomst van duurzaamheid en impact investing

Waar de plannen voor de nabije toekomst al aan het einde van het onderdeel impact investing kort aan bod kwamen, is hier in het laatste onderdeel bekeken wat er nodig is om **impact investing nog meer onder de aandacht te brengen** en op de kaart te zetten onder institutionele beleggers. Als eerste

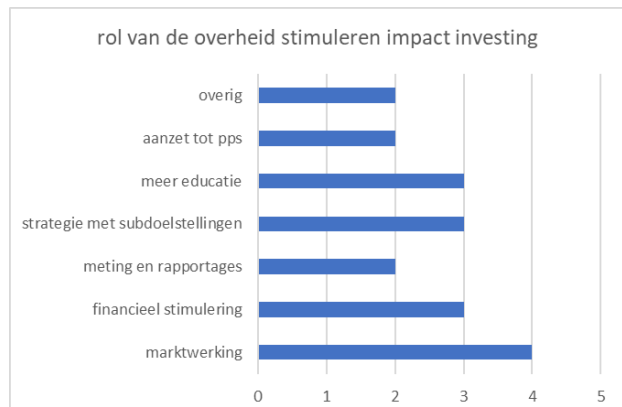
geven beleggers aan dat het noodzakelijk is een beter begrip van de definitie en scope te formuleren omtrent impact investeringen. Zoals al meerdere malen aan bod gekomen in dit onderzoek, laat de uitwerking van de definitie nog te wensen over. Daarnaast is het begrip over het inzicht in het risico/rendementsprofiel eveneens van groot belang voor vrijwel alle beleggers. Zij zijn hiermee dus duidelijk op zoek naar de kenmerken van impact investing waardoor hier doelgericht op geanticipeerd kan worden. De vraag is echter hoe het risico/rendementsprofiel zich momenteel verhoudt ten opzichte van de overige beleggers in de benchmark en welke afwegingen hierbij van belang zijn. *“Willen wij sneller stijgen dan de rest qua impact dan zullen we misschien de benchmark wel los moeten laten. Dan zal daar minder belang aan gehecht moeten worden. Want dan kun je ook daadwerkelijk zeggen: we halen nu 10% rendement uit de markt maar 6% is ook goed. De markt doet 10% dus willen wij dat ook halen. Maar als we dan genoeg kunnen nemen met die 6% kunnen we wellicht iets extra's aan de markt terug geven qua impact. Maar die 10% moet gehaald worden omdat de markt dat doet en we een benchmarkclub zijn, dus ik ben heel benieuwd hoe dat zo meteen bij de impact fonds in de praktijk komt.”* Naast het risico/rendementsprofiel vormt ook het meetbaar kunnen maken van deze maatschappelijke aspecten nog een belangrijke onduidelijkheid voor de meeste beleggers. Zonder het uniform meetbaar maken is het lastiger een doel te stellen en te rapporteren over de mate van impact.



Figuur 19: betrekken beleggers bij impact investeringen, 2021

Vanuit de geïnterviewde beleggers lijkt er zodoende vraag te zijn naar overkoepelende zaken omtrent duidelijkheid en uniformiteit zodat duidelijk is waar impact investing nu exact om gaat en hoe het gemeten kan worden. Echter, is hier ook een **rol voor de overheid** weggelegd? Op die meerkeuzevraag, met mogelijkheid tot extra toevoegingen, zijn door alle beleggers meerdere antwoorden gegeven. Hieruit kan geconcludeerd worden dat de overheid een diversiteit aan instrumenten in kan zetten om impact investing te stimuleren. Echter, op 1 belegger na begint iedere geïnterviewde in eerste instantie met de nadruk op marktwerking. Echter, wordt er al snel geconcludeerd dat die oplossing niet

allesomvattend lijkt. De rol die de overheid wel in zou kunnen nemen volgens de beleggers, is een stimulators middels (financiële) prikkels, het faciliteren van meer educatie omtrent SDG's en maatschappelijk impact en het duidelijk opstellen van een nationale strategie. Middels een nationale strategie kunnen er per sector realistische doelstellingen en subdoelstellingen worden opgesteld. De belegger lijkt hiermee dus vooral handvatten te wensen om duidelijkheid te verkrijgen en op weg geholpen te worden om impact een duidelijkere plaats te geven binnen projecten/aankopen. Twee beleggers geven daarnaast tevens aan dat de overheid impactmetingen verplicht moet stellen en aan moet zetten tot publiek private



Figuur 20: rol van de overheid stimuleren impact investeringen, 2021

samenwerkingen om de onrendabele top te financieren of met pilotprojecten te werken. Aan de ene kant geven beleggers dus aan, eerder in het onderzoek, dat maatschappelijke impact niet perse of maar voor een klein deel ten koste gaat van het financiële rendement. Maar aan de andere kant duidt dit antwoord erop dat middels (financiële) prikkels en het opvangen van een onrendabele top door de overheid er meer mogelijkheden zijn voor beleggers om actief de anticiperen op impact investeringen. Naast een financiële samenwerking wordt een PPS constructie ook als mogelijkheid gezien om beter tussen de publieke en private sector te communiceren om extra winst te behalen. In het verlengde van deze kennisdeling geeft een van de beleggers als 'overig antwoord' een faciliterende rol voor de overheid te zien middels het samenbrengen van partijen. *"Ik denk dat daar juist de rol van de overheid heel goed kan werken, dus door partijen samen te brengen en met partijen te kijken van welke dingen werken wel en welke niet. Maar dan kom je toch op het feit, hoe bereken en definieer je impact. Want ik denk dat we een ontzettend grote opgave hebben met zijn allen. En eigenlijk kan de overheid niet zeggen: wij gaan op onze handen zitten en we wachten totdat de markt in beweging komt, want ik denk dat je het met zijn allen moet doen."* Kortom, de beantwoording van deze vraag laat zien dat beleggers heel graag zelf initiatief willen nemen maar er nog veel winst te behalen is uit een samenwerking met publieke partijen en een financiële impuls mee kan werken aan het behalen van meer impact.

Op de vraag waar er vanuit de verschillende organisaties behoefte aan is voor wat betref impact investeringen is het antwoord vrij unaniem en al meerdere malen in het onderzoek naar voren gekomen: meetinstrumenten en duidelijkheid omtrent de terminologie en het gebruik hiervan. In mindere mate is er behoefte aan een benchmark en een sector brede tool waarbij de vraag toch terug leid naar de terminologie en het meetinstrument, want waar wordt op gemeten, hoe maken we impact?

Impact investing staat duidelijk nog in de kinderschoenen en de vragen over verduidelijking van deze term komen vaak terug in de interviews. Diverse institutionele beleggers zijn bezig met het in kaart brengen van impact en de zoektocht naar de wijze waarop zij dit meetbaar kunnen maken en hierover kunnen rapporteren. Sommige beleggers zijn al wat verder en starten een impact fonds of implementeren impact doelstellingen binnen bestaande portefeuilles. Aandeelhouders van deze institutionele beleggers zien in toenemende mate hier eveneens belang in maar kunnen ook de randvoorwaarden nog niet goed definiëren. Ondanks het feit dat een dergelijke transitie tijd kost, kan er weldegelijk **snelle winst** behaald worden volgens de beleggers door gezamenlijk op te trekken. Omdat de terminologie nog te vaag is wordt het nog onvoldoende door de markt opgepakt. Voor de verduidelijking van de terminologie zien beleggers een rol weggelegd voor de branchevereniging IVBN.

“We hebben met IVBN soort van routekaarten ontwikkeld binnen de duurzaamheidswerkgroep en daar staat dan in aan welke criteria je als IVBN lid ongeveer zou moeten voldoen (zoals GRESB, Paris-proof etc). Als het nou zo iets zou zijn, dus duurzaamheid in een wat bredere zin, dat je kijkt in hoeverre voldoe je daar aan. Zo iets kan volgens mij wel werken om impact te stimuleren.” Een andere belegger benadrukt het samen optrekken in deze transitiefase. *“Ik denk dat iedereen vanuit de IVBN die ook in duurzaamheidsclubs zitten heel graag hun impact willen vergroten en duurzaamheid willen vergroten. Dat kan beter samen dan alleen dus die samenwerking zal dan snel worden aangegaan.”* Het belang van eenduidigheid staat voorop. *“Ik denk dat het mij interessant vanuit IVBN perspectief lijkt, dat als we samen weten wat de scope is en waar we naar moeten kijken en ons nu zien dat het wellicht eerst om 20-30 onderwerpen gaat [...]. Maar dan kom je uiteindelijk denk ik uit bij drie-vier-vijf onderwerpen die we allemaal heel belangrijk vinden en allemaal iets aan willen doen die ook weer een raakvlakken hebben met overheden en noem maar op. En ik denk dat in IVBN verband we die thema’s samen moet vatten dat we daar een beleid op vormen en we van daaruit eigenlijk naar buiten gaan naar de overheid om die ook mee te krijgen en die samenwerking aan te gaan.”* Tot slot wordt benadrukt dat de beleggers al veel aan impact doen volgens henzelf maar dit nog niet op die wijze communiceren of meten. De S in ESG is nog moeilijk te duiden ondanks dat er heel veel wordt gedaan gezien de vele voorbeelden die de beleggers in de interviews geven. Verduurzaming, community management, sleutelberoepenbeleid en aandacht voor het welzijn van de huurder staan al veelal centraal in de diverse woningportefeuilles. Er is veel welwillendheid bij beleggers om maatschappelijk bij te dragen, zowel om iets voor de gemeenschap te betekenen, het woonklimaat ter vergroten en zo indirect waardevol vastgoed te ontwikkelen en op lange termijn te behouden.

4.4 Deelconclusie

Duurzaamheid wordt gezien als een algemene verantwoordelijkheid van een partij die zich maatschappelijk betrokken voelt. Het vormt daarmee een van de kerndoelstellingen van de geïnterviewde beleggers. De duurzaamheidsmanagers vallen in vrijwel iedere organisatie direct onder de directie hoewel uitvoeringstaken een breed werk- en draagvlak binnen de organisatie kennen. Het mes lijkt aan twee kanten te snijden waardoor institutionele beleggers zeer welwillend zijn om te investeren in een duurzame portefeuille. Een duurzame portefeuille zorgt voor een sterk fundament wat zorgt voor een stabielere degelijke toekomst. Bij iedere investeringsdoelstelling wordt nadrukkelijk getoetst op duurzaamheid waardoor de institutionele beleggers hun portefeuille als (bijna) volledig geënt op duurzaamheid beschrijven. Echter, dit is een voortdurend proces, er zal geïnvesteerd moeten blijven worden om de maatstaven van duurzaamheid bij te houden. Voor nu wordt er hoofdzakelijk op energie uitstoot en CO2 ingezet, in de toekomst zal er meer gefocust gaan worden op circulair bouwen. Alle beleggers zijn bekend met de SGD doelstellingen, hoewel meer gedetailleerde bekendheid zeker een aandachtspunt vormt. SDG's 3, 7, 11, 12 en 13 staan hierbij het meest centraal voor beleggers, een enkele belegger focust daarnaast ook op 6. De GRESB wordt als belangrijkste duurzaamheidsbenchmark aangeduid waar alle betrokken beleggers deel aan nemen.

In het verlengde van duurzaamheid speelt impact investering een steeds grotere rol bij beleggers. Alle beleggers zijn bekend met de term en voor meer dan de helft maakt het al een bewust onderdeel uit van de bedrijfsvoering. Sommige beleggers zijn al ver in het onderzoek en/of de implementatie naar impact binnen bestaande fondsen of als uitbreiding voor een nieuw fonds. De inbedding van impact in een organisatie is echter lastig waar de terminologie en meetbaarheid nog niet eenduidig zijn en zodoende door de belegger zelf bepaald moeten worden. Impact mag daarbij niet ten kosten gaan van de kwaliteit van het product. Ondanks de wens om meer aan impact te doen in de toekomst, zijn alle beleggers in dit onderzoek het er over eens dat zij momenteel zowel bewust als onbewust al veel impact maken met hun portefeuille. Betaalbare woonruimte, het actief beheren van communities en focus op (deel) mobiliteit zijn de belangrijkste aspecten die worden aangewezen voor het maken van

impact. Ook wordt er gefocust op persoonlijke aandacht voor huurders en meer groen in de omgeving wat de veiligheid en het geluksgevoel ten goede komt. Impact heeft zodoende op diverse manieren direct invloed op het bieden van een prettig leefklimaat. Beleggers zijn van mening dat een groot deel van de huidige portefeuille al (deels) impact investing is. Het wordt alleen niet als dusdanig gekenmerkt waardoor het merendeel de portefeuille binnen het Phenix Capital model aanwijst als responsible investment, impact driven, financial first. Hierbij wordt de kanttekening geplaatst dat met impact maar een kant op wordt gekeken, namelijk naar de beleggingen. Met het rendement wat wordt gemaakt met deze beleggingen, de betaling van pensioenen, wordt eveneens impact gemaakt. Vrijwel alle beleggers zijn bezig met de opkomende wet- en regelgeving, waaronder de taxonomie, en willen zich in de toekomst (meer) gaan richten op impact bij beleggingen.

Er lijkt een belangrijke rol te zijn weggelegd voor impact investing binnen de woningfondsen van institutionele beleggers. Impact investing staat nog in de kinderschoenen en de vragen over verduidelijking van deze terminologie, het risicoprofiel en het meetbaar kunnen maken van impact moeten nog verder worden uitgewerkt. Diverse institutionele beleggers zijn echter al bezig met het in kaart brengen van impact en de zoektocht naar de wijze waarop zij dit meetbaar kunnen maken om hierover te kunnen rapporteren. Er is al veel kennis aanwezig bij de beleggers over impact investing en partijen willen dit graag verder oppakken. Ondanks het feit dat een dergelijke transitie tijd kost, kan er weldegelijk snelle winst behaald worden volgens de beleggers door gezamenlijk op te trekken. Hier is zowel voor de branchevereniging IVBN als voor de overheid een rol weggelegd. Door gezamenlijk uitgangspunten te definiëren en impact een duidelijke plaats te geven binnen de woningfondsen van institutionele beleggers. Door kennisdeling kan veel winst worden behaald. De transcripten van de interviews zijn opgenomen in bijlage 3.

H5. Deskundigen aan het woord

In hoofdstuk 4 zijn de resultaten uit de interviews per deelthema besproken waaraan al enkele aanbevelingen zijn verbonden. Hierin wordt duidelijk dat er, volgens de institutionele beleggers zelf, voor 3 partijen een rol is weggelegd voor de uitwerking van impact investeringen in de praktijk, te weten; de belegger zelf, de overheid en de overkoepelende branchevereniging van beleggers. De resultaten van het onderzoek worden in dit hoofdstuk met deskundigen binnen voornoemde partijen besproken middels een expertmeeting. Hiermee wordt een verdiepingsslag gemaakt in de wijze waarop impact investering een meer centrale rol binnen de institutionele beleggingswereld kan innemen en de wijze waarop dit integraal aan kan worden gepakt.

5.1 Expert sessie: onderzoeksmethode

Uit de onderzoeksresultaten van hoofdstuk 4 is aan bod gekomen dat de beleggers een (nadere) samenwerking willen opzetten met de overheid om (gezamenlijk) meer impact te kunnen maken. Daarnaast vragen zij om overkoepelende handvatten om impact beter in kaart te kunnen brengen volgens gerichte uniforme meetcriteria vanuit de overkoepelende brancheorganisatie. Een laatste aandachtspunt is de steeds terugkomende onduidelijkheid over het gebruik en de inhoud van de term impact investing. Om concreet met deze drie vraagstukken aan de slag te kunnen gaan en valide conclusies en aanbevelingen te kunnen trekken, is ervoor gekozen om voor het expert panel deskundigen uit te nodigen die wat kunnen betekenen op deze gebieden, te weten: de overheid, de overkoepelende branche organisatie en een adviesbureau welke institutionele beleggers adviseert. De volgende personen nemen deel aan de expertsessie:

- **Overheid:** Ministerie buitenlandse zaken
 - o Kim van Kastel
Kim is als policy officer werkzaam bij het Ministerie van Buitenlandse Zaken. Zij richt zich voornamelijk op onderzoek en uitwerking van de sustainable development goals op nationaal en internationaal niveau.
 - o Sandra Pellegrom
Als nationaal coördinator duurzame ontwikkelingsdoelen, is Sandra betrokken vanuit het Ministerie van Buitenlandse Zaken bij de integratie van SDG's in en door Nederland. Ze is in 1996 bij het ministerie van Buitenlandse Zaken in dienst getreden en werkzaam geweest op ambassade Bangkok en de directie mensenrechten op het departement; was vanuit Buitenlandse Zaken ook gedetacheerd bij de Tweede Kamer (Commissiebureau Buitenlandse Zaken) en bij de VN in New York (Rijksoverheid, 2021).
- **Brancheorganisatie** IVBN: Simon van der Gaast
Vanuit de IVBN, de branchevereniging van institutionele beleggers, neemt Simon van der Gaast deel in de expertmeeting. Simon verdiept zich namens de IVBN onder andere in het onderwerp impact investing en heeft in 2020 hier een webinar over georganiseerd.
- **Adviesbureau** Sweco: Norbert Bol
Norbert is Chief Investment Officer bij Sweco en werkt hier 17 jaar. Sweco adviseert en ondersteunt institutionele beleggers bij investeringen in indirecte vastgoed- en infrastructuurportefeuilles waarbij zij zoeken naar een optimale risico-rendementsverhouding. Sweco heeft zelf geen beleggingsproducten en kan daarmee onafhankelijk adviseren aan institutionele beleggers. Vanuit de INREV is Norbert ook betrokken bij zaken op het gebied van implementatie van impact binnen vastgoedfondsen.

Toehoorder:

Bas Muntinga. Bas is als stagiair werkzaam bij het Ministerie van Buitenlandse Zaken en zal in die hoedanigheid meeluisteren tijdens de meeting omdat hij de komende periode Sandra en Kim zal ondersteunen op het gebied van SDG's, duurzaamheid en impact investing.

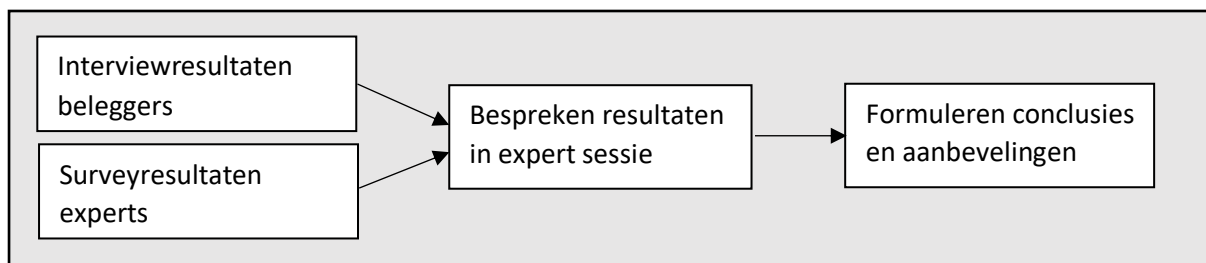
5.1.1 Onderzoeksmodel

Voordat de expertmeeting plaats vond en de onderzoeksresultaten uit de interviews zijn besproken, hebben de experts een survey ontvangen waarin ze hun eigen kijk / die van hun organisatie op de onderwerpen hebben gedeeld. De kernvragen van de interviews, eerder in hoofdstuk 4 besproken, zijn hiervoor gebruikt. De resultaten worden in paragraaf 5.3 tezamen met de expertmeeting besproken en zijn eveneens terug te vinden in bijlage 4.

Doordat bovengenoemde experts voorafgaand aan de meeting een survey hebben ingevuld, is het duidelijk hoe zij tegen impact investing binnen de institutionele beleggingswereld aankijken en welke antwoorden zij uit het onderzoek verwachten. Op die manier is het mogelijk om:

- Eventuele verschillen tussen de kijk van experts en beleggers in kaart te brengen;
- Meningen van beleggers en experts te bundelen om een integraal startpunt voor de toekomst te formuleren.

Tijdens de expertmeeting worden deze resultaten afgezet tegen de resultaten uit hoofdstuk 4 en wordt besproken welke herkenningen, verwachtingen en aanknopingspunten voor de toekomst de experts zien omtrent impact investing binnen de institutionele beleggingswereld. De expertmeeting zal vervolgens worden geanalyseerd door opname en het woordelijk transcriberen van de meeting. Omdat deze meeting 1 op zichzelf staand gesprek is, zullen de verschillende meningen niet middels Atlas worden geanalyseerd maar per onderzoeksthema worden besproken. Onderstaand onderzoekmodel / - schema is een schematische weergave van het expertonderzoek.



Figuur 21: opzet expertonderzoek, 2021

5.2 Expert sessie: onderzoeksresultaten

Tijdens de expertmeeting zijn de resultaten uit de interviews besproken. Waar de experts eenzelfde kijk op hadden als de geïnterviewden, zijn de resultaten gepresenteerd en veelal niet verder bediscussieerd. Nader is ingegaan op de aspecten waar verschillen tussen interview- en survey resultaten aanwezig zijn en waar mogelijkheden liggen voor een toekomstige samenwerking. Zowel op het gebied van het verder ontwikkelen van impact binnen de institutionele beleggingswereld als in een samenwerking tussen partijen. In lijn met de interviews en analyse uit hoofdstuk 4, zijn de volgende onderwerpen met het expert panel besproken:

- A. Organisatiestructuur
- B. Duurzaamheid
- C. Impact investing
- D. Toekomst van duurzaamheid en impact investing

A. Organisatiekenmerken

Hoewel impact investing nog in de kinderschoenen staat bij de meeste institutionele beleggers, houden de experts op dit gebied zich al langere tijd bezig met impact investing, duurzaamheid, SDG doelstellingen en de (advies) implementatie hiervan in de praktijk. Het actuele belang van impact investing is echter wel doorgedrongen bij de beleggers. Uit de interviews is geconcludeerd dat de beleggers allen een of meerdere duurzaamheidsmanagers in dienst hebben en de verduurzamingstaak als staffunctie rechtstreeks onder de directie wordt uitgevoerd. Norbert start in de expertmeeting de discussie in hoeverre het aannemen van een duurzaamheidsmanager aangeeft dat duurzaamheid in het DNA van een organisatie zit. Dit kan ook een makkelijke manier lijken om een 'duurzaamheidsslachtoffer' aan te wijzen waardoor dit onderdeel wordt gedekt. Een terechte vraag daar waar alleen de benoeming van een duurzaamheidsmanager niks zegt over de mate van aandacht hiervoor. De interviews hebben merendeel plaatsgevonden met de duurzaamheidsmanagers van de betreffende institutionele beleggers en die hebben eenduidig het gevoel dat hun werkzaamheden zeer serieus genomen worden en een centrale plek in de organisatie innemen. Dit is nodig omdat duurzaamheid geen taak is die een of enkele personen voor de gehele organisatie kunnen uitvoeren. Het moet worden **ingebed in de verschillende lagen van de organisatie** en door iedereen gezamenlijk worden opgepakt. Ondanks het feit dat dit bij alle beleggers gebeurd is er wel een verschil te merken onderling. De ene belegger wil duurzaamheid en impact de komende jaren verder gaan uitrollen en de andere belegger is hier echt al een stap verder in. Sandra vraagt daarover: *"Als je zou moeten uitdrukken in percentages of aantallen, hoeveel van de geïnterviewden is een voorloper die echt ook de strategie heeft ingebed?"* Vooruitlopend op het onderdeel duurzaamheid zijn de 5 beleggers onder te verdelen in twee beleggers die nog stappen moeten maken in de richting impact en 3 beleggers die echt al een stuk verder zijn met (plannen voor) een impact fonds en impact doelstellingen. Duurzaamheid is echter al bij alle beleggers duidelijk ingebed in de organisatie. De afbakening van het onderzoek is hierbij wel van belang voor het begrip van de antwoorden. Er is alleen gekeken naar de woningfondsen. De geïnterviewden zijn 5 grote beleggers met allemaal meer dan één miljard aan vermogen in hun fonds, dus de antwoorden zijn representatief voor de institutionele belegger. Norbert geeft aan dat hij onderzoeken voor Syntrus Achmea en Bouwinvest heeft gedaan en kan onderschrijven dat er geen afwijkende bevindingen zijn gedaan in dit onderzoek ten opzichte van deze beleggers.

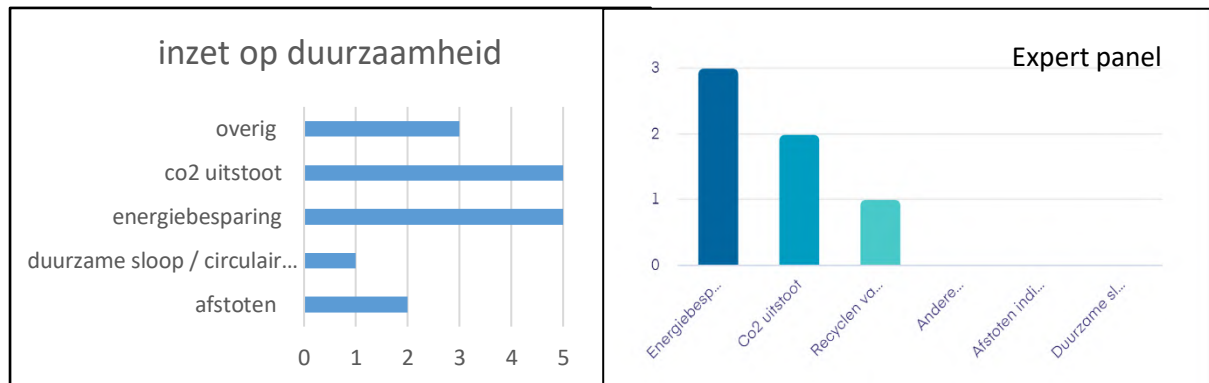
Conclusies experts over organisatiekenmerken institutionele belegger en uitgangspunten onderzoek:

- Duurzaamheid is diep geworteld bij de institutionele beleggers en vormt zowel vanuit de aandeelhouders als de organisaties zelf een van de kerndoelstellingen.
- Het onderzoek is representatief voor de institutionele woningbelegger in Nederland.

B. Duurzaamheid

Bij de bespreking van de resultaten omtrent duurzaamheid, krijgt vooral de implementatie van de SDG's binnen de verschillende institutionele beleggers veel aandacht van de experts. Er heerst onduidelijkheid over welke SDG's centraal worden gesteld door beleggers maar ook in welke mate deze uitvoering plaats vindt. Sandra geeft aan op basis van de onderzoeksresultaten (de interviews) het opmerkelijk te vinden dat SDG 12 ook werd genoemd als SDG waar de beleggers aandacht aan besteden tijdens een seminar in 2020 (Seminar IVBN). **Circulariteit** lijkt daarnaast een thema die nog weinig wordt genoemd. Sandra vraagt zich af waarom dit thema niet (veel) meer aandacht krijgt omdat circulair bouwen en circulaire gebouwen een enorme bijdragen kunnen leveren en daarbij heel nauw verbonden is met CO₂ uitstoot en klimaatacties. Hiermee benoemt Sandra een hele belangrijke mogelijkheid binnen de SDG's. Het is een uitgelezen kans die er ligt om de vastgoedmarkt verder te verduurzamen.

Figuur 22 geeft de antwoorden weer van de survey (expert panel) ten opzichte van de interviews (beleggers). De experts benadrukken dat circulariteit een belangrijker onderdeel van de bouwcyclus moet innemen.



Figuur 22: inzet op duurzaamheid, beleggers vs experts, 2021

Tijdens de interviews komt aan bod dat de beleggers hier wel (zijdelings) aandacht voor hebben maar er concreet nog (te) weinig mee doen omdat het als kostbaar en tijdrovend wordt gezien terwijl de intentie er wel degelijk is hierop in te zetten. De belegger kan de markt niet overvragen waar het bij aankopen toch gaat over vraag, aanbod en prijs. Het is zeker een SDG waar meer aandacht voor nodig is zodat de onbekendheid wordt omgezet in extra inzet en betrokkenheid. Een ontzettend interessant gegeven dat hier extra winst op behaald kan worden, zo vindt ook Kim. *“Dit intrigeert me echt heel erg. Maar zou er dan een soort van premium eigenlijk op circulaire gebouwen moeten zijn waardoor een investeerder zegt: Ik heb er wat meer voor over als het gebouw ook helemaal circulair gebouwd is.”* Hieruit concluderen we vervolgens dat deze premium zowel aan de aanbod- als de vraagkant te vinden kan zijn. Aan de kant van de belegger om de interesse in circulaire gebouwen te verhogen, dan wel aan de kant van de ontwikkelaar / aannemer om een incentive te hebben om circulaire gebouwen de willen ontwikkelen. Beide hebben uiteraard invloed op elkaar.

Naast circulariteit wordt door een van de experts aangegeven dat SDG 17 een belangrijke toekomstige focus kan zijn. Dit is een SDG waar beleggers zich momenteel niet (nadrukkelijk) op richten en omvat ‘Versterk de implementatiemiddelen en revitaliseer het wereldwijd partnerschap voor duurzame ontwikkeling’ (SDGNederland, 2021). Naast deze kerndoelstelling omvat SDG 17 19 subdoelstellingen. Norbert heeft zich in deze SDG verdiept en geeft aan: *“Ik heb hierover ook contact gezocht onder andere met SDG Nederland, omdat het mij opviel dat één van de SDG's, met name SDG 17, dat Nederland daar zeer slecht op scoort terwijl we wat konden leren van Zweden en de Nordics. [...] Dus ik heb daar met de mensen van SDG Nederland contact opgenomen om te kijken: Wat is er dan te leren van de Zweden? Ik ben namelijk zelf onderdeel van een Zweeds bedrijf, in de financiële wereld zijn we altijd erg op samenwerking en ik werk ook voor een aantal Zweedse pensioenfondsen. Dus ja, het is makkelijk om dat voor mij te organiseren. Dus vandaar dat ik dit soort best practices leuk vind om te doen.”* Hoewel Sandra aangeeft vooral benieuwd te zijn naar welk element binnen de SDG 17 dit betreft aangezien deze SDG uit subdoelstellingen is opgebouwd en zij van een aantal onderdelen weet dat de Scandinavische landen dit niet hebben behaald, spreken zij af informatie uit te wisselen om dit nader te onderzoeken en informatie hieromtrent uit te wisselen. SDG 17 vormt wellicht een goed uitgangspunt om de focus op SDG's binnen de woningmarkt uit te breiden.

Naast de SDG's en de wijze waarop beleggers inzetten op duurzaamheid, nodigt het onderdeel **rapportages en benchmarks** eveneens uit tot input van de experts waarbij door Sandra de vraag wordt gesteld hoe de Taxonomie, de nieuwe regelgeving omtrent rapportage van impact investing, zich verhoudt tot een benchmark zoals de GRESB. Een interessante aanvulling waarbij het snijvlak tussen de verschillende rapportages worden aangekaart door onbekendheid van de GRESB benchmark

bij een aantal experts. Simon heeft hier kennis van vanuit de brancheorganisatie IVBN en geeft aan dat de GRESB, Taxonomie en SFDR veel tijd van de beleggers vraagt. Aan de GRESB *kan* worden deelgenomen door beleggers, veel beleggers doen dit om zo te kunnen benchmarken, maar het is niet verplicht. De GRESB rapportages kosten veel tijd omdat deze rapportage niet alleen fondsniveau maar ook assetniveau betreft. Daar ligt de link met de SFDR. Er is een gap-analyse gedaan tussen de SFDR en de GRESB wat neer komt op 60-70% overeenstemming. Door aanvulling van de GRESB kan wellicht ook aan de SFDR voldaan worden. Zodoende is te concluderen dat er met het oog op impactanalyses zoals de taxonomie en de SFDR een overlap is met de bestaande inzet van beleggers binnen de GRESB maar er zeker nog 30% tot 40% aanvulling nodig is om op dit niveau te komen.

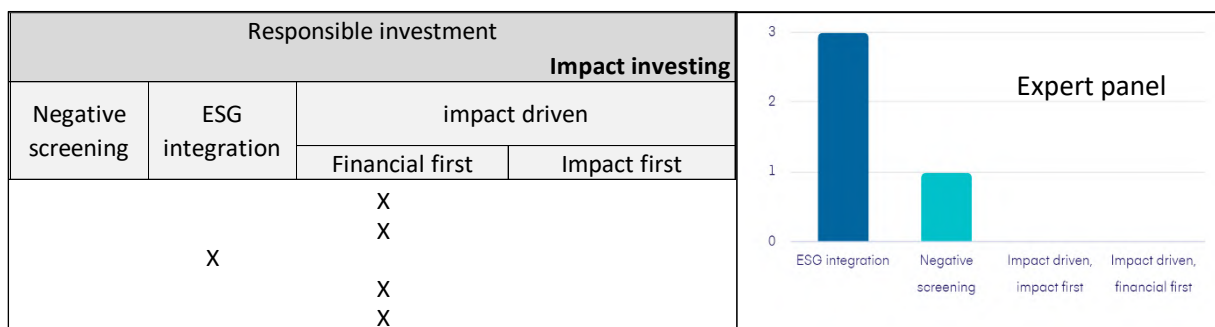
Conclusies experts over duurzaamheid bij de institutionele belegger:

- Meer focus op circulariteit stimuleren door het stellen van een premium;
- Uitbreidingsmogelijkheid onderzoeken naar SDG 17;
- Afstemmen van diverse meetinstrumenten / benchmarken om overzicht te behouden in de veelvoud aan rapportage mogelijkheden en verplichtingen.

C. Impact Investing

Tijdens de uitleg over de implementatie van impact investing binnen de institutionele beleggingswereld rijst al snel de vraag bij de experts hoe impact investing wordt gedefinieerd vanuit de verschillende beleggers. Vooruitlopend op de onderzoeksresultaten wordt aangegeven dat in het onderzoek een theoretische beschrijving is gegeven over impact investing maar dat het opvalt dat deze vraag ook bij beleggers centraal staat. Er is al een aantal beleggers die impact investing binnen de bedrijfsvoering heeft opgenomen en hiervoor eigen uitgangspunten handteren. Met de theoretische beschrijving in het achterhoofd maar wel met eigen uitgangspunten om deze abstracte term meetbaar te kunnen maken. Het meetbaar maken van de S in ESG wordt echter door alle beleggers als zeer moeilijk ervaren. De beleggers hebben zodoende **zelf doelstellingen gecreëerd**. Een belangrijke vraag over impact investing die zowel bij de experts als bij de beleggers heerst.

Ondanks dat impact investing niet bij iedere belegger al een bewust onderdeel uitmaakt van de bedrijfsstrategie, geven 3 van de 5 beleggers aan de huidige woningportefeuille weldegelijk als impact investeringen te zien. Eén partij is bezig met het opzetten van een impact fonds, een andere partij inventariseert deze mogelijkheid en bespreekt dit met aandeelhouders, en een laatste belegger heeft al doelstellingen geformuleerd omtrent impact investing. Door de belegger zijn/haar eigen organisatie in het **Phenix Capital model** te positioneren, ontstaat er een algemeen beeld over de plek die beleggers, in te laten schalen binnen dit model werd in het vorige hoofdstuk de mate van responsible investment binnen hun woningportefeuilles inzichtelijk. Echter, de survey voorafgaande aan de expertmeeting, liet een interessante andere kijk dan de ondervraagden zien op dit model.



Figuur 23: institutionele beleggers vs expert panel plaatsing van belegger binnen Phenix Capital model, 2021

Figuur 23 geeft weer dat de beleggers zichzelf bijna allemaal onder impact driven scharen, daar waar het expert panel deze ontwikkeling nog niet ziet en negatieve screening / ESG intergration benadrukken. Norbert geeft daarbij de volgende aanvulling over de afweging om al dan niet een impact driven organisatie te zijn: “[...] Geld alloceren naar een belegging doe je eigenlijk om reële problemen in de maatschappij op te lossen. Dat is een integrale aanpak. Dus zijn dan finance en impact gelijkwaardig? Het stelt ook de vraag: Welke toegevoegde waarde leveren wij? Want niks doen is vaak het goedkoopst, dan verhuren we die woning toch wel en hebben we veel rendement. Maar de vraag is of we juist door naar integrale waarde te kijken niet tot een meerwaarde kunnen komen. En dan zie je, dat zien we ook nu op dit moment vooral bij de impactfondsen die langs mijn bureau krijg, die halen een hoger rendement dan de mensen die traditioneel beleggen.” Een ontzettend interessant gegeven natuurlijk dat Norbert een toekomst ziet voor de impactfondsen juist door een hoger rendement dan de traditionele vorm van beleggen. De kern van de verklaring tussen een hoger rendement door een andere type belegging, impact investing, zit hem volgens Norbert voornamelijk in de inschatting van risico’s doordat veel Nederlandse pensioenfondsen de vastgoedmarkt als het ware dwingen om voor core vastgoedbeleggingen te kiezen. Voorspelbaarheid van cashflows en een zo laag mogelijk risico spelen mee in deze besluitvorming. Impact staat nog in de kinderschoenen maar met deze vorm van actief management wordt meerwaarde gecreëerd. Impact investeringen kunnen een iets ander risicorendementsprofiel hebben op korte termijn. De verwachting van de experts is echter dat op lange termijn er veel meer engagement voor deze wijze van investeren is, ook bij de community in het complex of het gebied. Norbert geeft hierbij aan dat er in Amerika community investment modellen zijn die aantonen een (veel) hoger rendement op te leveren tegen een lager risicoprofiel juist door het maken van impact met de investeringen. De geïnterviewde beleggers vinden dit echter nog een lastig punt daar zij aangeven wel een impact belegger te zijn maar financial first plaatsen, zijn er wellicht mogelijkheden om met impact first een hoger rendement te behalen volgens de experts.

Naast de discussie of impact tot meer rendement leidt, is het opmerkelijk om te zien dat de experts de beleggers minder ver in het Phenix Capital model positioneren dan de beleggers. Hier zijn twee mogelijke oorzaken aan te wijzen. Aan de ene kant zijn alle geïnterviewde beleggers betrokken bij en trots op hun portefeuille en kunnen ze het wellicht niet geheel objectief beoordelen. Maar daarnaast is ook de vraag in hoeverre de experts op de hoogte zijn van de ontwikkelingen bij beleggers. Er wordt nog weinig **gepubliceerd en gecommuniceerd** over impact binnen de woningportefeuilles, met de betreffende terminologie hierbij in acht genomen. Hierdoor is het mogelijk dat er minder aandacht voor dit onderwerp lijkt te zijn dan er daadwerkelijk is.

Sandra vraagt zich tijdens de expertmeeting dan ook af of de vastgoedsector te omschrijven is als een sector die voorloopt op andere investeringsmarkten op het gebied van impact investing. Dit is lastig in te schatten omdat bekendheid van de overige markten op het gebied van impact investing ontbreekt maar het gevoel onder de experts is wel dat vastgoed tastbaar is en een relatief gemakkelijke markt is om duurzaamheid en impact te implementeren. Norbert vult hierop aan dat er veel goede initiatieven zijn maar dat er ook een discrepantie bestaat met juridische mogelijkheden. Het plaatsen van zonnepanelen is een voorbeeld waar veel beleggers zich mee bezig houden, echter met een te hoge terug levering aan het net word je juridisch al snel gezien als energieleverancier en kom je in een ander type profiel terecht waardoor een belegger ervoor kiest minder aan verduurzaming te doen dan mogelijk is. Hierop geeft Norbert nog een aanvulling waarmee de bijzondere positie van het institutionele beleggers in vastgoed wordt benadrukt: *“Dan is het makkelijker om in private equity duurzaamheid te implementeren. Want dan kun je full impact gaan en daar word je ook voor beloond en bij infrastructuur geldt dat ook zo. Maar bij vastgoed is het dan soms wel een aandachtspunt om **binnen de fiscale spelregels impact te bedrijven** of impact te organiseren en dat is een aandachtspunt.”* Ook op het gebied van community management, wat het leefklimaat in een gebied kan verbeteren, mag je als fiscale beleggingsinstelling maar beperkt ondernemen. Ervaring leert dat er dus nog steeds winst te behalen is tussen uitvoerende partijen met de verschillende overheidsinstanties ondanks de deelname van beleggers en de IVBN aan de klimaattafel en overige

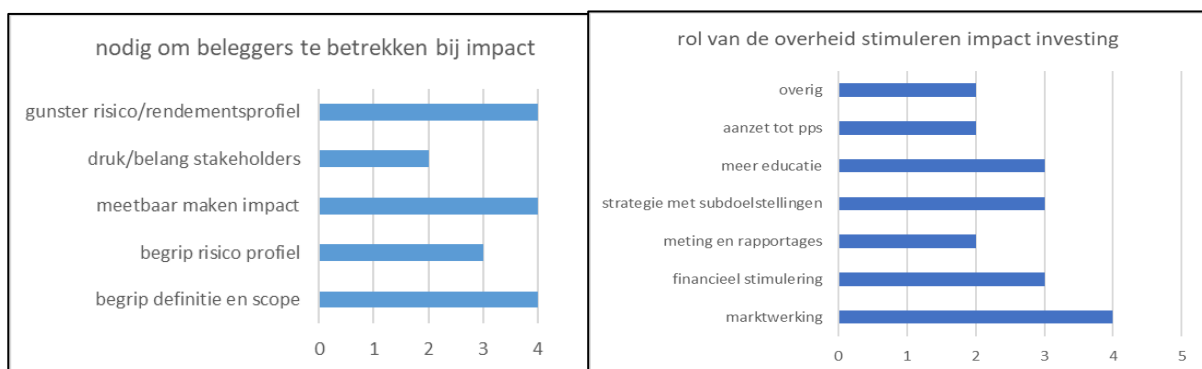
initiatieven. Vastgoed leent zich goed voor impact investeringen maar de kaders moeten wel de mogelijkheden (blijven) bieden.

Conclusies experts over impact investing bij de institutionele belegger:

- maak de terminologie inzichtelijk en meetbaar;
- impact investing kan bijdragen tot een hoger rendement vanwege stabiele toekomstwaarde;
- beleggers moeten duidelijk communiceren wat zij aan impact investing doen;
- juridische spelregels bemoeilijken het maken van impact.

D. Toekomst van duurzaamheid en impact investing

Uit de interviews komt duidelijk naar voren dat de belegger zeer welwillend is om zich nu en in de nabije toekomst verder bezig te houden met impact investing en duurzaamheid. Impact investing wordt gezien als verlenging van het duurzaamheidsbeleid en vormt een onderdeel van de maatschappelijke verantwoordelijkheid van de belegger volgens henzelf. Wel vragen de beleggers er in de interviews nadrukkelijk om op te trekken met de overheid en de branchevereniging om gezamenlijk tot handvatten te komen en impact investing definitief op de kaart kunnen zetten. Een uitgelezen kans om met deze betrokken experts de mogelijkheden hieromtrent te analyseren. Want welke handvatten hebben de beleggers nodig? Figuur 24 vat samen wat er volgens beleggers nodig is om meer aan impact investing te doen.



Figuur 24: Beleggers vragen handvatten aan IVBN en de overheid, 2021

De rol voor de overheid zit voornamelijk in het bieden van handvatten, een **eenduidige strategie met doelstellingen** per sector kan hierbij helpen maar ook **meer educatie** speelt een rol. Een financiële stimulans zien de beleggers in de vorm van samenwerking, minder hoge grondprijzen zodat betaalbare huren gerealiseerd kunnen worden. Sandra geeft tijdens de expertsessie aan vooral een strategie vanuit de overheid een goed streven te vinden. *“Het is wel interessant, want dat is ook één van de uitkomsten die kwam uit het onderzoek dat PwC in opdracht van ons en EZK en BZK heeft gedaan naar impactmeten. Daar kwam ook wel uit dat in ieder geval op sectorniveau, dat een strategie vanuit de overheid en duidelijkere prioriteiten, dat daar sterk behoefte aan is.”* Wel wordt geconstateerd dat sommige impactzaken overkoepelend zijn over meerdere ministeries dus dat dit goede afstemming verdient. Vanuit het Ministerie van Buitenlandse Zaken wordt eveneens op het gebied van SDG al een tijdje gepleit voor een overkoepelende SDG-strategie. Dit kan ook behulpzaam zijn voor een impact belegger waar verschillende beleidsterreinen en doelen tot 1 strategie worden geformuleerd. Hier is gemerkt dat impactzaken zowel doelen betreft voor het ministerie van Infrastructuur en Waterstaat voor circulariteit, maar aan de andere kant treft het Buitenlandse Zaken omdat het over betaalbare woonruimte gaat. Daarnaast raakt het ook nog een deel klimaat en het klimaatakkoord waardoor je bij het Ministerie van Economische Zaken en Klimaat terecht komt. Alle specifieke doelstellingen moeten uit verschillende beleidsstukken worden gehaald wat het niet eenvoudig maakt. Kortom, het is een lastigere opgave dan in eerste instantie gedacht maar de noodzaak voor een eenduidige strategie met doelstellingen per sector is zeker doorgedrongen. Positief aspect is dat, juist omdat het zoveel beleidsterreinen betreft, er daadwerkelijk grote impact gemaakt kan worden.

Naast een samenwerking met de overheid zien beleggers ook een rol weggelegd voor de IVBN. Voornamelijk bij het bieden van handvatten, het gezamenlijk bepalen van uitgangspunten, duidelijkheid omtrent de terminologie, opzetten van meetinstrumenten en het kijken naar een sector brede tool. Simon geeft aan dat de IVBN voornemens is hier verder mee aan de slag te gaan om impact investing beter in kaart te brengen en de leden te helpen met het formuleren en opstellen van handvatten.

Alle betrokken experts zullen in de toekomst verder gaan met de onderwerpen duurzaamheid en impact binnen de institutionele beleggingswereld en nieuwe connecties zijn hiermee dan ook gelegd. Sandra geeft aan het heel verhelderend te vinden om deze afstemming te hebben en voornamelijk over hoe impactbeleggingen uiteindelijk op de lange termijn een beter rendement kan geven. Dat is een interessant gegeven om extra met impact investing aan de slag te (willen) gaan.

Conclusies experts over de toekomst van impact investing:

- Overheid moet aan een eenduidige strategie met (sub)doelstellingen en meer educatie werken;
- IVBN kan de lead nemen om gezamenlijk met de branche uitgangspunten te formuleren om handvatten te bieden voor impact investing.

5.3 Deelconclusie

De expertmeeting was een interessante bijeenkomst waarin de uitkomsten van de interviews zijn besproken. In bijlagen 5 en 6 zijn de presentatie voor de experts en een transcript van de meeting opgenomen. Alle bevindingen uit dit hoofdstuk samengevat, leidt tot de conclusie dat impact investing nog in de kinderschoenen staat maar zowel de belegger, de branchevereniging als de overheid graag vervolgstappen wilt maken in het verduurzamen en het maken van (meer) impact met woningvastgoed in Nederland. Een samenwerking tussen partijen lijkt hierbij mogelijk waarbij als uitdaging wordt genoemd dat binnen vastgoed verschillende beleidsstukken tezamen komen en het zodoende een interdisciplinaire uitdaging is. Startpunt daarbij is het definiëren van uitgangspunten, doelstelling en het meetbaar maken van impact zodat er op een eenduidige manier kan worden gecommuniceerd. Een overzicht van de belangrijkste bevindingen en gelegde conclusies tussen de interviews en de expertmeeting, zijn in hoofdstuk 6 opgenomen.

H6. Conclusies en aanbevelingen

In dit laatste hoofdstuk staat de hoofdvraag van dit onderzoek centraal. Op basis van interviews, een survey en een expertmeeting is tot beantwoording van de vraagstelling in dit onderzoek gekomen. Maar waar antwoorden zijn gegeven komen vaak ook nieuwe vragen naar boven. Om die reden sluit het hoofdstuk af met mogelijkheden tot vervolgonderzoek en een reflectie op het onderzoek.

6.1 Aanbevelingen

De belangrijkste aanbevelingen uit de interviews met beleggers en de expertmeeting zijn in onderstaande tabel weergegeven:

Beleggers	Expertpanel	Aanbeveling
1. Duurzaamheid in de organisatie		
Duurzaamheid is een belangrijke kerndoelstelling bij alle geïnterviewde institutionele beleggers.	Zit duurzaamheid echt in het DNA of is het een 'moetje'?	Duurzaamheid is ingebed in het DNA van de beleggers, het belang is hier doorgedrongen in diverse lagen van de organisatie. Om het belang aan te tonen kan dit in de duurzaamheids- / jaarverslagen worden benadrukt.
2. Duurzaam en SDG integratie		
Als SDG doelstellingen staan vooral 3,7,11 en 12 centraal. De meesten focussen daarnaast ook op SDG 13 en een enkeling op SDG 6.	SDG 12 heeft meer uitwerking nodig, vastgoed en circulariteit zijn een uitgelezen kans om tot verduurzaming te komen. Wellicht mogelijkheden voor uitwerking van SDG 17.	Ondanks dat SDG 12 door alle beleggers wordt benoemd, is er extra winst te behalen op circulariteit. Wellicht door een premium op circulaire gebouwen.
3. Benchmarken en meetmethodes		
Beleggers zijn bekend met toevoeging wet- en regelgeving m.b.t. impact en duurzaamheid. Taxonomie is heel lastig leesbaar, geen werkbaar document.	Hoeveel overlap zit er tussen de bestaande analyses (zoals de GRESB) en de toekomstige aanvullingen hierop zoals de Taxonomie en de SFDR?	Sterke roep van beleggers naar een eenvoudiger te duiden Taxonomie-document. Er zit een kennis gap tussen GRESB en SFDR van 30-40%.
4. Gebruik van de terminologie impact investing		
Wat is impact investing? Op basis van theorie vormen beleggers zelf doelstellingen voor de bestaande portefeuille of uitgangspunten voor een nieuwe portefeuille.	Hoe definiëren beleggers wat er wel of niet onder impact valt?	Er zijn handvatten nodig om eenduidige uitgangspunten in te kunnen nemen over impact investing, impact te kunnen meten en hierover te kunnen rapporteren.
5. Impact investing in de institutionele woning beleggingsfondsen		
3 van de 5 beleggers zien impact investing al als een kerndoelstelling maar er is nog veel onduidelijk over de implementatie.	Het risicoprofiel wordt verkeerd ingeschat door beleggers. Impact investing geeft juist een hoger rendement tegen een lager risicoprofiel.	Educatie en transparantie kunnen bijdragen aan de omvang van impact investing binnen de woningportefeuilles van beleggers.

Beleggers	Expertpanel	Aanbeveling
6. Phenix Capital model		
De meeste beleggers concluderen dat zij aan impact investing doen met als kern, financial first. Impact first zit er, gezien de financiële doelstellingen van beleggers, waarschijnlijk niet in.	Er worden veel duurzame dingen gedaan die niet worden benoemd. Er wordt nog weinig over impact gepubliceerd en gecommuniceerd vanuit beleggers. De experts schatten de beleggers minder ver in het Phenix Capital model.	Communiceer over de (wijze waarop) je impact maakt en laat je daarin adviseren want beleggers maken vaak beslissingen die onbewust weldegelijk onder duurzaamheid / impact vallen.
7. Wet- en regelgeving bij verduurzaming en impact investing		
Alle nieuwe investeringen toetsen we op duurzaamheid waarbij we net wat meer proberen te doen dan wettelijk noodzakelijk, dus bijvoorbeeld een lagere EPC dan we minimaal moeten halen.	Op het gebied van zonnepanelen en communities mag je maar beperkt ondernemen als belegger. Juridisch is nog net niet alles mogelijk qua impact en verduurzamen.	Wet- en regelgeving moeten het toegankelijk maken meer stappen in duurzaamheid te zetten zonder hiervoor afgestraft te worden. Betere samenwerking met overheid hieromtrent middels branchevereniging.
8. Toekomstbeleid		
Belegger wil graag meer aan impact investing doen maar heeft handvatten nodig om een eenduidig beleid te formuleren en hierover te kunnen rapporteren. Het meetbaar maken van maatschappelijk rendement is daarnaast nog moeilijk.	MiBuZa: Een overkoepelende SDG strategie kan zorgen voor een hoofddoel waarbinnen verschillende beleidsdisciplines zich kunnen specificeren. IVBN: mogelijk maken om te communiceren over maatschappelijke meerwaarde van vastgoedbeleggingen.	Gezamenlijk optreden van overheid, IVBN en beleggers om impact investing een eenduidig begrip te maken met duidelijke doel- en subdoelstellingen.

6.1.1 Concrete acties

Welke concrete acties zijn er uit voorgaande analyse nu daadwerkelijk te nemen en wie gaat deze rol oppakken? Om wederom de brug te slaan tussen wetenschap en bedrijfsleven, zet deze paragraaf kort uiteen per betrokken actor welke concrete acties er worden aanbevolen.

1. Belegger

De meeste beleggers zijn bezig zich (verder) te verdiepen in impact investing. Hoe ver partijen hierin zijn wisselt van elkaar; van het opzetten van een impact fonds, het formuleren van impact doelstellingen voor bestaande fondsen tot onderzoeken waar mogelijkheden liggen om in de toekomst meer op impact investing te focussen. Beleggers hebben behoefte aan bruikbare handvatten omtrent impact investing. Zowel op het gebied van de te gebruiken terminologie als voor het gebruik van meetinstrumenten. Hiervoor moeten zij input leveren aan de brancheorganisatie. Beleggers kunnen daarnaast duidelijker communiceren in hoeverre zij bezig zijn met impact middels jaarverslagen / duurzaamheidsrapportages. Er is een kloof tussen wat beleggers al doen aan impact en de mate waarin dat duidelijk is voor 'de

buitenwereld'. De beleggingswereld kan nog een stap maken van onbewust bekwaam naar bewust bekwaam door duidelijker en eenduidig hierover te rapporteren. Daarnaast zorgt een toekomstbestendige portefeuille voor een steviger en stabiel rendement voor de beleggers.

2. Overheid

Er moet een strategie komen vanuit de overheid met duidelijke prioriteiten. Er komen diverse disciplines samen binnen vastgoed waardoor verschillende beleidsstukken moeten worden gekoppeld aan elkaar. Dit zal een uitdaging worden. Educatie kan hier een belangrijke rol in spelen waar er meer bekend is over duurzaamheid en inzet van SDG's op (inter)nationaal niveau bij experts dan bij de beleggers. De geïnterviewden vanuit het Ministerie van Buitenlandse Zaken blijven graag aangehaakt bij mogelijkheden en afstemming voortkomend uit dit onderzoek.

3. IVBN

Er is een rol weggelegd voor de IVBN om handvatten te bieden aan de institutionele beleggers. Het gezamenlijk bepalen van uitgangspunten, duidelijkheid omtrent de terminologie, meetinstrumenten en kijken naar een sector brede tool. Beleggers werken hier graag aan mee en doen al enkele aanbevelingen in de interviews als voorzet voor een samenwerking. Middels handvatten kan impact investing eenvoudiger als strategie worden opgenomen in plaats van een (belangrijk) bijproduct. Op deze wijze kan de maatschappelijke impact die institutionele woningbeleggers hebben op het leefklimaat in Nederland beter worden gefundeerd en geformuleerd en zodoende naar buiten toe worden gecommuniceerd om te laten zien welke positieve impact beleggers hebben.

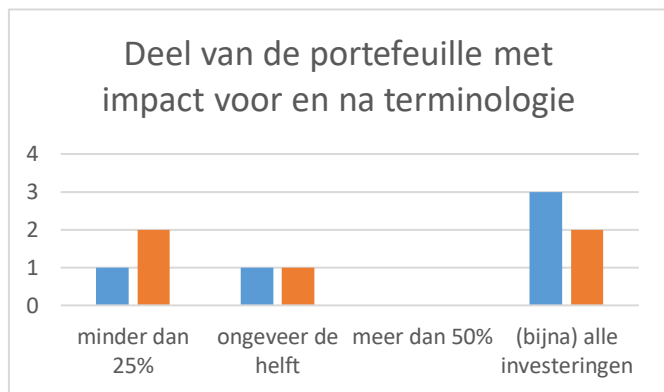
6.2 Conclusie

Het theoretische onderzoek geeft tezamen met de interviews, survey en de expertmeeting aanknopingspunten om tot de beantwoording van de hoofdvraag te komen:

In welke mate doen institutionele beleggers in Nederland, aangesloten bij de IVBN, binnen hun woningportefeuilles aan impact investing?

Voor de beantwoording van deze hoofdvraag is het allereerst van belang om te kijken waarmee impact gemaakt kan worden binnen de vastgoedwereld. Uit de interviews met de beleggers en de expertmeeting komt naar voren dat betaalbare woonruimte, communities, (deel)mobilititeit en circulariteit worden gezien als impact investing. Op basis hiervan kan geconcludeerd worden dat vrijwel alle investeringen van institutionele beleggers onder het uitgangspunt van impact investing vallen. De beleggers focussen voornamelijk op het middensegment en willen betaalbare woonruimte aanbieden. Ook op het gebied van community management en (deel)mobilititeit zijn de laatste jaren grote slagen gemaakt in de beleggingswereld. Circulariteit is een van de onderwerpen waar de beleggers nog meer focus op kunnen ontwikkelen om zodoende ook hier een grotere bijdrage te leveren. Het is dus relatief gemakkelijk om een groot deel van de bestaande woningportefeuilles onder de noemer impact belegging te scharen. Maar hoe denkt de belegger hier zelf over en wordt er in deze eerste kijk op impact investing ook rekening gehouden met de theoretische uitgangspunten die ten grondslag liggen aan het hebben van impact? De mate waarin beleggers, volgens henzelf, aan impact investeringen doen verschilt tussen de beleggers. De meeste beleggers geven aan dat zij met vrijwel de hele portefeuille impact maken, twee beleggers kijken daarvan af en geven aan met ongeveer de

helft en minder dan 25%. Uit de theorie blijkt dat een investering als impact te bestempelen is indien het voldoet aan de volgende voorwaarden; Intentionaliteit en additionaliteit, het behalen van een maatschappelijk en financieel rendement & het meten van de behaalde impact (H3). Na communicatie over de uitgangspunten binnen te terminologie om een investering als impact te kunnen bestempelen vindt er een verschuiving plaats in het percentage van beleggers die impact in (vrijwel) de gehele portefeuille zien (oranje deel figuur 25). Kanttekening hierbij is dat de belegger zijn/haar eigen portefeuille subjectief beoordeeld. Een logisch gevolg van het ontbreken van duidelijke richtlijnen en meetmethodes. Zelfs door de theoretische uitgangspunten tegen de bestaande woningportefeuilles te houden, kan geen garantie van een objectief beeld worden gegeven van de exacte mate waarin impact investing in de beleggingswereld is ingebed.



Figuur 25: deel portefeuille met impact voor en na terminologie, 2021

Er is duidelijk veel awareness bij beleggers voor impact investing en dit zal een belangrijk onderdeel van de nabije toekomst gaan uitmaken. De maatschappelijke meerwaarde speelt een grote rol in de aankoop van woningbeleggingen. Door onbekendheid omtrent de term impact investing, wordt er echter nog niet actief op gehandeld door beleggers. De theoretische uitgangspunten meetbaarheid en additionaliteit kunnen hierdoor nog niet voldoende door beleggers worden onderbouwd. De mate waarin institutionele beleggers aan impact investing doen, blijft bij een eerste inschatting en zal in de nabije toekomst een meer meetbaar karakter moeten krijgen om hier beter over de kunnen rapporteren. Op dit moment zijn de beleggers afzonderlijk bezig met het opstellen van richtlijnen en doelstellingen omtrent impact investing. Een gezamenlijke aanpak met een coördinerende rol voor de IVBN kan ervoor zorgen dat deze richtlijnen en doelstellingen eenduidig worden geformuleerd waardoor de verschillende beleggers duidelijke handvatten krijgen in de uitwerking van impact investing binnen de woningportefeuilles. Op deze wijze kan de maatschappelijke impact die institutionele woningbeleggers hebben op het leefklimaat in Nederland beter worden geformuleerd maar ook naar buiten toe worden gecommuniceerd om te laten zien welke positieve impact beleggers hebben. toekomstbestendige portefeuille zorgt voor een steviger en stabielere rendement.

6.3 Vervolgonderzoek

Met dit verkennende onderzoek naar impact investing is een eerste aanzet gemaakt tot het beter in kaart brengen van impact beleggingen binnen de woningportefeuilles van institutionele beleggers. Het is een actueel thema wat nog (veel) verder uitgewerkt moet worden. Vervolgonderzoek kan een belangrijke rol spelen binnen de verdere implementatie van impact investing in de praktijk. Hierbij is te denken aan:

1. Meetbaar maken van impact

Op dit moment is maatschappelijke meerwaarde alleen nog in de kostenkant op de balans van beleggers zichtbaar. Het is van belang onderzoek te doen naar de wijze waarop ook de opbrengsten in kaart gebracht kunnen worden. Als meetbaar wordt gemaakt welke positieve (financiële) effecten het investeren in het maatschappelijke rendement heeft, is de afweging voor (maatschappelijke) investeringsbeslissingen inzichtelijker.

2. De blik op impact investing bij aandeelhouders

Een onderdeel wat onderbelicht is gebleven in dit onderzoek is de kijk van de aandeelhouders. Doordat institutionele beleggers investeren met geld van verzekeraars en pensioenfondsen, worden veel

investeringsbeslissingen met (afgevaardigden van) deze aandeelhouders besproken. Waar ligt de mogelijkheid om impact investeren te verwachten of zelfs te eisen vanuit aandeelhouders? Hebben zij een deel van hun financieel rendement over voor impact investeringen of zien zij deze maatschappelijke meerwaarde juist als voorwaarde voor een stabiel en wellicht hoger rendement in de toekomst? Kortom, welke rol en invloed kunnen de aandeelhouders innemen binnen impact investing.

3. Verdere afstemming van belangen en samenwerking

De survey en expertmeeting hebben, naast alle concrete aanbevelingen in paragraaf 6.1, eveneens aangetoond dat het samenbrengen van diverse experts leidt tot kruisbestuiving van ideeën en het afstemmen van mogelijkheden binnen de politieke kaders. Hier zou in een vervolgonderzoek een verdiepingsslag gemaakt kunnen worden waarbij in kaart gebracht wordt welke doelstellingen als leidraad kunnen dienen voor uitvoering van een algemeen overkoepelend beleid. Door het maken van subdoelstellingen (per sector) kunnen vervolgens specifieke handvatten worden geboden aan beleggers om van extra toegevoegde waarde te kunnen zijn op het gebied van SDG's en impact investing. IVBN-leden kunnen op die manier nog specifiek onder marktconforme voorwaarden investeren in de uitvoering van verschillende doelstelling, zowel van het Rijk als op lokaal niveau.

6.4 Reflectie

Door eigen praktijkervaring sluit een groot deel van het praktijkonderzoek aan op de onderzoeksverwachting. Opvallend is wel dat er geen overeenstemming is tussen de verschillende beleggers in welke mate zij aan impact investing doen in de praktijk. Het lijkt erop dat de theorie een zeer hoog abstractieniveau kent waardoor een koppeling met de praktijk niet eenvoudig is. Pas als er eenduidigheid ontstaat over het gebruik van de terminologie kan een brug worden geslagen met de praktijk door het toevoegen van meetbaarheidsaspecten. Ook tijdens de interviews bleef, ondanks een duidelijke theoretische omschrijving van impact investing, veelvuldig de opmerking terug komen 'dat hangt er vanaf wat je onder impact verstaat'. Door een eerste inventarisatie in dit onderzoek, is getracht hier een antwoord op te geven en hierdoor een startpunt voor verder onderzoek en implementatie in de praktijk te stimuleren. Een ander opmerkelijk onderdeel van het praktijkonderzoek, is de mate waarin beleggers bereid zijn te communiceren over beleidsvoering. Een aantal beleggers is hier heel open in vertelde met volledige betrokkenheid en trots over plannen, waar andere beleggers wat meer behouden zijn en toekomstige ontwikkelingen niet al te veel prijs willen geven. Begrijpelijk waar er naast eenzelfde belang natuurlijk ook sprake is van concurrentie. In de verdere uitwerking van terminologie en meetbaarheid is echter wel een gezamenlijke inspanning nodig. Alleen door de spelregels van tevoren vast te leggen kan iedereen daarna zorgen voor een eigen implementatie in de praktijk en zijn resultaten eenduidig(er) te analyseren en eventueel te benchmarken.

De survey en expertmeeting vormden een interessant onderdeel van het onderzoek. De onderzoeksresultaten zijn op deze manier in de praktijk getoetst. Deze manier van analyse heeft volgens verwachting gewerkt. Echter, interessant zijn de eventuele toekomstige resultaten. De partijen die centraal stonden tijdens deze expertmeeting kunnen allen een verdiepingsslag maken en gezamenlijk impact investing op de kaart zetten. Er bleek veel kennis te zijn bij de experts maar, minstens zo opvallend, was er ook nog onbekendheid over en weer. Dit ging bijvoorbeeld over het gebruik van SDG's in de praktijk maar ook over wisselwerking tussen overheid en brancheorganisatie. Prettige bijkomstigheid van het onderzoek is dat er meer linkjes gelegd zijn tussen de experts. Het enthousiasme om impact investing beter/verder uit te werken in de praktijk is aangewakkerd en hiermee staat dit onderwerp op de agenda's van alle betrokken experts om verder vorm te geven. De IVBN kan hier een verbindende factor in spelen.

H7. Literatuur

- Altera, 2020. Annual Report 2019. Gevonden op 22 juni 2020, van: <https://www.alteravastgoed.nl/downloads/>, 2019
- Amvest, 2020. Amvest Residential Core Fund Jaarverslag 2019. Gevonden op 22 juni 2020, van: <https://www.amvest.nl/actueel/downloads/>
- APG, 2019. NL Verslag Verantwoord belegger Jaarverslag 2019. Gevonden op 15 november 2020, van: https://apg.nl/media/o2kdbas4/nl-verslag-verantwoord-beleggen-apg-2019-2020_1.pdf
- ASR, 2020. Annual report 2019. Gevonden op 22 juni 2020, van: <https://asrrealestate.nl/fondsen/asr-dutch-core-residential-fund/financiële-publicaties>
- ASR, 2020. CSR Policy 2020-2022. Gevonden op 22 juni 2020, van: <https://asrrealestate.nl/media/214840/asr-real-estate-csr-policy-2020-2022.pdf>
- ASR. (2019). Investing partners. Gevonden op 2 januari van <https://asrrealestate.nl/investment-partners>
- Brest, P. & Born, K. (2013). When can Impact Investing Create Real Impact? Stanford
- Broeren, M. (2018). *Offline en toch verbonden*. Rotterdam: essay NEPROM.
- CBS. (2019) Statline, voorraad woningen. Geraadpleegd op 18 april 2020 van: <https://opendata.cbs.nl/statline/#/CBS/nl/dataset/82900NED/table?fromstatweb>
- CREM. (2020). CREM, about. Geraadpleegd op 13 september 2020 van: <https://www.crem.eu/about-crem/>
- DiPasquale, D. & Wheaton, W.C. (1996). Urban Economics and Real Estate Markets. Englewood Cliffs, Prentice Hall.
- Duurzaam beleggen. (2020). Platform voor beleggingen in duurzame ontwikkelingsdoelen gelanceerd. Geraadpleegd op 13 september 2020, van <https://www.duurzaam-beleggen.nl/2020/07/06/platform-voor-beleggingen-in-duurzame-ontwikkelingsdoelen-gelanceerd/>
- GIIN. (2019). Gevonden op 13 oktober 2019 van: What world are you investing in? <https://thegiin.org/>
- GIIN. (2020). What is impact investing? Gevonden op 20 maart 2020 van <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>
- GRESB. (2020). Impact Investing. Geraadpleegd op 12 maart 2020 <https://gresb.com/trending-now-impact-investing/>
- GRI. (2020). Getting started with the GRI Standard. Geraadpleegd op 9 juli 2020 via <https://www.globalreporting.org/standards/getting-started-with-the-gri-standards/>

- Impact Management Project. (2020). A Forum for building consensus on how to measure and manager impacts. Geraadpleegd op 12 november 2020 via: <https://impactmanagementproject.com/>
- Impact Management Projects. (2020). Five dimensions of impact. Geraadpleegd op 12 november 2020 via: <https://impactmanagementproject.com/impact-management/impact-management-norms/>
- IVBNPaper (2013). Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoed. Voorburg.
- IVBNUupdate (2018). Samenstelling en rendement van Nederlandse institutionele vastgoed. Voorburg.
- Kempen. (2019). Impact investing. Gevonden op 9 januari 2020 van https://www.google.nl/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=2ahUKEwjl4L_w4aPoAhUOMewKHUtD4QFjAAegQIBBAB&url=https%3A%2F%2Fwww.kempen.com%2F%2Fmedia%2FAsset-Management%2FESG%2FWhitepaper-Impact-Investing.pdf%3Fla%3Dnl%26hash%3D4AA7E16DD0D8BBE0ECCA5B91AFD2BD8C13EF1AAD&usg=AOvVaw2keaBCQJqZoNB-Ze2NvVqZ
- Maarleveld, W. & Van Der Peet, M. (2019). *Whitepaper Impact Investing*. Kempen
- NVM. (2020). Meer regie nodig op de woningmarkt. Geraadpleegd op 12 maart 2020 van: <https://www.nvm.nl/actueel/nieuws/2020/01/woningmarkt>
- NVM. (2020). Woningtekort loopt harder op dan verwacht .Geraadpleegd op 12 maart 2020 van: <https://www.nvm.nl/actueel/nieuws/2020/02/woningtekort>
- Pensioenfederatie. IMBV- Convenant. Geraadpleegd op 9 juli 2020 van: <https://www.pensioenfederatie.nl/website/themas/vermogensbeheer/imvb-convenant/over-het-convenant>
- Phenix Capital, 2020. What is Impact Investing. Gevonden op 9 juli 2020, van <https://www.phenixcapital.nl/impact-investing>
- Plumseeds. (2019). The Financial Performance of Impact Investing Through Private Debt. Geraadpleegd op 1 december 2019 van: https://www.plumseeds.com/publication/7?gclid=Cj0KCQiAgebwBRDnARIsAE3eZjTaR3yRhwsUFabOqjK3mwmGJnafc08ZJsFQS30RmTB EWXNhchPj6yYaAuJIEALw_wcB
- Rabobank. (2020). Zakelijk financieren, impactlening. Geraadpleegd op 7 mei 2020 van: <https://www.rabobank.nl/bedrijven/zakelijk-financiering/alle-financieringsvormen/impactlening/>
- SASB. (2020). Working with SASB and other Frameworks. Geraadpleegd op 9 juli 2020, van: <https://www.sasb.org/standards-overview/sasb-and-others>

- SDG Nederland. (2021). Doel 17. Partnership om doelen te bereiken. Geraadpleegd op 12 februari 2021, van <https://www.sdgnederland.nl/sdgs-2/doel-17-partnerschappen-voor-de-doelen/>.
- SDI APO. (2020). A Global Standard For Investing In Sustainable Development Goals. Geraadpleegd op 13 september 2020, van <https://www.sdi-aop.org/platform/>
- Telegraaf. (2019) Column: Impact investeren. Praatjes en plaatjes of het positieve verschil? Geraadpleegd op 11 oktober 2019 van: <https://www.telegraaf.nl/financieel/2033740173/column-impact-investeren-praatjes-en-plaatjes-of-het-positieve-verschil>
- Van der Bijl, J. (2019) 'We are strong believers in Impact investing' Gevonden op 10 januari 2019 van <https://www.youtube.com/watch?v=DwkJFUqmxhE>.
- Van Gool, P. & Mijsberg, R. (2019). Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid? Amsterdam: ASRE.
- Van Gool, P. & Mijsberg, R. (2019). Discussienotitie: Impact investing met vastgoed; een vanzelfsprekendheid?. Amsterdam: ASRE.
- Van Hoek-Gerritsen, S. (2015), *'Schrijfgids voor economen'*, Uitgeverij Coutinho: Bussum (vierde, herziene druk).
- Vereniging van Beleggers voor Duurzame ontwikkeling. (2018). Benchmark responsible Investment by pension Funds in the Netherlands 2018.
- Vereniging van Beleggers voor Duurzame ontwikkeling. (2019). Impact investing met vastgoed. Geraadpleegd op 11 oktober 2019 van: https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2016/02/ImpactInvestment_Final.pdf
- Vlek P.J. (2016). Investere in vastgoed grond en gebieden. Uitgeverij SPRYG Real Estate Academy.
- Volksgezondheid. (n.b.). Eenzaamheid, cijfers en context. <https://www.volksgezondheidenzorg.info/onderwerp/eenzaamheid/cijfers-context/samenvatting>.
- Volkskrant, de. (2020). Wie zijn de grootste huisbazen van Nederland? Gevonden op 18 maart 2020, van: https://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/wie-zijn-de-grootste-huisbazen-van-nederland~be7d2e6f/?referer=https%3A%2F%2Fwww.google.nl%2Furl%3Fsa%3Dt%26rct%3Dj%26q%3D%26esrc%3Ds%26source%3Dweb%26cd%3D5%26ved%3D2ahUKEwiT34Pqk-DoAhUM3aQKHbgTBJUQFjAEegQIAxAB%26url%3Dhttps%253A%252F%252Fwww.volkskrant.nl%252Fnieuws-achtergrond%252Fwie-zijn-de-grootste-huisbazen-van-nederland%7Ebe7d2e6f%252F%26usg%3DAOvVaw1b1M1tWVOPSx8VJ77_dZbt

Bijlagen:

1. Bijlage 1: codeboom Atlas
2. Bijlage 2: interviewvragen
3. Bijlage 3: transcripten interviews
4. Bijlage 4: survey expertmeeting
5. Bijlage 5: presentatie expertmeeting
6. Bijlage 6: transcript expertmeeting