

Perspectief

De schaduwzijde van impactinvesteringen in verduurzaming

Het modewoord onder institutionele beleggers over de hele wereld is 'impact'. Het draait niet meer alleen om het financiële rendement van hun investeringen en het risico daarvan, maar in toenemende mate ook om bredere maatschappelijke doelen, zoals energie-efficiëntie, betere arbeidsnormen, diversiteit en inclusie, vermindering van armoede. De lijst is lang.

Piet Eichholtz

GAAN RENDEMENT EN IMPACT WEL SAMEN?

In principe kunnen maatschappelijke doelstellingen en het winst oogmerk tegelijkertijd worden nagestreefd. Zo worden Aldi en Lidl gewoonlijk niet als sociale ondernemingen beschouwd, maar zij verkopen allebei levensmiddelen van goede kwaliteit voor zeer lage prijzen, waar gezinnen met een klein budget veel voordeel van kunnen hebben. Dat is echter niet hoe institutionele beleggers tegenwoordig denken over maatschappelijke impact. In deze kringen wordt impact geassocieerd met het begrip additionaliteit: het doen van investeringen die vanuit een puur winst oogmerk niet zouden zijn gedaan.

Puur financieel gezien zijn dat investeringen die een te laag rendement hebben in vergelijking tot hun risico. Wat dat betreft is een recent onderzoek van Barber, Morse en Yasuda (2021) illustratief: zij bestuderen de rendementen van zogeheten *dual-objective venture capital*-fondsen en laten zien dat het jaarlijkse gemiddelde rendement van impactfondsen 4,7 procent lager ligt dan dat van traditionele fondsen. Impact is dus duur, maar dat lijken tal van financiële instellingen, waaronder pensioenfondsen, te accepteren. De vraag is of dat een goed idee is, zeker gezien een recente bevinding van Heeb et al (2023) die laat zien dat beleggers hun impactinvesteringen vooral lijken te kiezen op basis van emotionele gronden en veel minder op analytische basis.

NEGATIEVE NETTO CONTANTE WAARDE

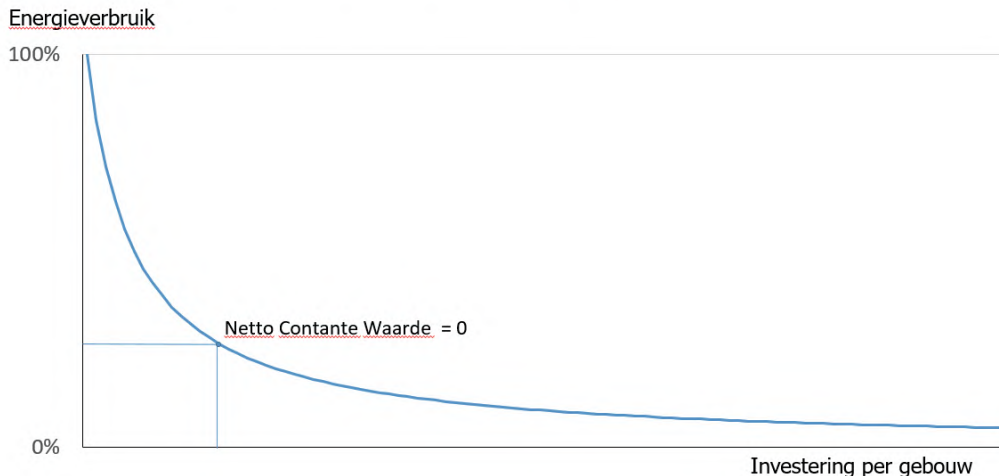
Een andere manier om naar dit onderwerp te kijken is dat impactinvesteerders bereid zijn om bij een gegeven rendementseis investeringen te doen met een negatieve netto contante waarde, in plaats van alleen investeringen te doen met een positieve, zoals ze zouden doen wanneer ze uitsluitend door het winstmotief worden gedreven.

Wat zou dit betekenen voor investeringen in de energieprestaties van de bestaande gebouwenvoorraad? De grafiek op devolgende pagina toont de theoretische relatie tussen de hoeveelheid kapitaal die een belegger investeert in de verduurzaming van een gebouw en het resulterende energieverbruik. Natuurlijk gaat deze grafiek omlaag: meer investeringen leiden tot betere energieprestaties. Maar dat gebeurt niet lineair, want er is sprake van een afnemende meeropbrengst. Voor zeer inefficiënte gebouwen is er veel laaghangend fruit, met tal van mogelijkheden om de energieprestatie van een gebouw flink te verbeteren zonder veel kapitaalbeslag: denk aan muurisolatie, ledverlichting, zonnepanelen. Maar zodra een gebouw een energielabel B of A heeft bereikt, is het veel duurder om de laatste stappen naar helemaal energieneutraal te zetten.

IMPACT VERNIETIGT KAPITAAL

Ergens op die grafiek ligt een punt waar de contante waarde van alle financiële voordelen van de verbeterde energie-efficiëntie gelijk is aan de kosten: het punt waar de netto contante waarde

FIGUUR 1 ► INVESTERING IN ENERGIE EFFICIËNTIE BESTAAND GEBOUW



gelijk is aan nul. Volgens de standaard financiële theorie moeten alle investeringen op de curve links van dat punt worden gedaan, omdat zij financiële waarde creëren. Maar investeringen die rechts daarvan liggen, moeten worden vermeden, omdat zij juist waarde vernietigen. Impactinvesteringen liggen aan die rechterkant en deze investeringen vernietigen dus kapitaal.

In een wereld met onbeperkt kapitaal zou dat geen echt probleem zijn. Helaas leven wij niet in zo'n wereld en de hoeveelheid kapitaal die nodig is om de bestaande vastgoedvoorraad van onze samenlevingen in overeenstemming te brengen met de doelstellingen van Parijs is enorm. Dus als de eigenaren van maatschappelijk kapitaal veel impactinvesteringen zouden doen om een beperkte hoeveelheid gebouwen absoluut uitmuntend te maken op het gebied van energieprestaties, dan vernietigen ze kapitaal en houden ze op de lange termijn waarschijnlijk niet genoeg kapitaal over om de energie-efficiëntie van de rest van hun bezit te verbeteren. Dat is de schaduwzijde van impactinvesteringen.

KAPITAAL ZO EFFICIËNT MOGELIJK INZETTEN

Het is beter voor de samenleving als we de energie-efficiëntie van de gehele vastgoedvoorraad verbeteren en daarvoor moeten we ons beperkte

kapitaal zo efficiënt mogelijk inzetten. Dat betekent dat we ons moeten richten op de investeringsmogelijkheden die links van het punt liggen waar de netto contante waarde gelijk is aan nul. Misschien is het zelfs beter om nog strenger te zijn en ons alleen te richten op projecten met een sterk positieve netto contante waarde, dus helemaal in de noordwesthoek. Op die manier zullen we het kapitaal sneller zien groeien en zo het kapitaal creëren dat we nodig hebben om de vergroening van het hele gebouwenbestand te financieren.

We hebben een langetermijnperspectief nodig, dus niet streven naar energieneutraal op de korte termijn, maar om elk gebouw in fases te renoveren tot 2050. Naarmate de technologie verbetert en goedkoper wordt, zal de curve naar beneden verschuiven, waardoor de energie-efficiëntiewinst van een bepaalde investering toeneemt en het punt waar de netto contante waarde gelijk is aan nul naar rechts verschuift, wat leidt tot meer waardescheppende investeringen. Voor een optimale impact voor de vastgoedvoorraad als geheel is een groeiende kapitaalvoorraad essentieel. Impactbeleggen in de huidige vorm lijkt daaraan afbreuk te doen.

OVER DE AUTEUR

Prof. dr. Piet Eichholtz is ahoogleraar Vastgoedfinanciering en Vastgoedbeleggingen aan de Universiteit van Maastricht. Hij is mede-oprichter van het adviesbureau Finance Ideas en lid van de beleggingsadviescommissies van het Pensioenfonds voor de Bouw, de Stichting Elisabeth Strouven en het BPD Residential Core Fund.

LITERATUUR

- Barber, B.M., A. Morse & A. Yasuda, 2021, Impact Investing, *Journal of Financial Economics* 139(1), 162-185. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X2030194X>
- Heeb, F., J.F. Kölbl, F. Paetzold & S. Zeisberger, 2023, Do Investors Care about Impact, *Review of Financial Studies* 36(5), 1737-1787. <https://academic.oup.com/rfs/article/36/5/1737/6696721>