

De duurzaamheid van de vastgoedsector

Vastgoed vormt een onlosmakelijk onderdeel van de portefeuilles van institutionele beleggers. Tegelijkertijd wordt steeds duidelijker dat de vastgoedsector een leidende rol kan spelen in het reduceren van CO₂-emissies. Een wereldwijde enquête naar de milieuprestaties van vastgoedfondsen toont aan dat er veel ruimte is voor verbetering van de energiezuinigheid van de vastgoedsector.

Recent onderzoek toont aan dat het verbeteren van de energiezuinigheid van de gebouwde omgeving de meest kosteneffectieve manier is om CO₂-uitstoot te beperken (IPCC, 2007; Stern, 2008). Een groot deel van de investeringen die nodig zijn om de milieuprestaties van vastgoed te verbeteren hebben al bij de huidige energieprijzen een positieve netto contante waarde (Enkvist *et al.*, 2007). Daarbij gaat het met name om investeringen in isolatie, in beter energiemanagement en in nieuwe technologie betreffende verwarming, koeling en verlichting. Bovendien renderen duurzame en dus meer energiezuinige panden beter dan panden die achterblijven op dat gebied (Eichholtz *et al.*, 2010). Investeringen in energiezuinigheid in de vastgoedsector vinden echter nog slechts in beperkte mate plaats, wat duidt op een marktinefficiëntie. Dit wordt veroorzaakt door het ontbreken van adequate financieringsinstrumenten en efficiënte huurcontracten waarbij niet alleen de huurder profiteert van investeringen in energiezuinigheid, maar er is ook sprake van een gebrek aan kennis en bewustzijn in de sector.

Onderzoek naar de milieuprestaties van vastgoedfondsen brengt de huidige stand van zaken in kaart betreffende het milieubeleid in de wereldwijde vastgoedbeleggingsindustrie (Kok *et al.*, 2010). Pensioenfondsen laten milieuprestaties steeds meer meewegen in hun investeringsbeslissingen, maar om milieucriteria in een vastgoedbeleggingsstrategie te implementeren is gedetailleerde informatie nodig over de manier waarop professionele vastgoedinvesteerders omgaan met milieubeleid. Op basis van een enquête voorzien de resultaten van dit onderzoek in een dynamische index voor milieuprestaties. Met behulp van deze index en de informatie die erachter zit, kunnen institutionele beleggers de milieuprestaties van vastgoedfondsen vergelijken met hun eigen doelstellingen, en op basis daarvan de dialoog aangaan met de vastgoedfondsen waarin ze beleggen of eventueel gaan beleggen. Daarnaast kunnen vastgoedfondsen hun eigen milieuprestaties vergelijken met die van collegafondsen. De maatstaf kan

als zodanig bijdragen aan de verduurzaming van de wereldwijde vastgoedsector.

De enquête en de respons

De enquête bestaat uit 53 detailvragen. Het eerste deel van de enquête bevat vragen die voornamelijk gericht zijn op milieubeleid en -richtlijnen en de externe communicatie hiervan. In het tweede deel wordt respondenten gevraagd naar de daadwerkelijke implementatie van deze maatregelen, bijvoorbeeld door het aanleveren van harde data betreffende energie- en waterverbruik (European Centre for Corporate Engagement, 2010). De wereldwijde steekproef bestaat uit 211 beursgenoteerde vastgoedfondsen en 477 private vastgoedfondsen. Hiervan is bijna twee derde Europees, een kwart Amerikaans en de overige fondsen zijn Aziatisch of Australisch.

De naar marktkapitalisatie gewogen responsratio is met respectievelijk 80 en 88 procent hoog voor Europese en Australische beursgenoteerde fondsen, met twintig procent laag voor de Amerikaanse fondsen en met nul afwezig voor de Aziatische fondsen. De responsratio varieert sterk per land en blijkt sterk gecorreleerd aan de transparantie van de plaatselijke vastgoedmarkt, zoals gemeten door de Jones Lang LaSalle (JLL) Vastgoed Transparantie Index, een toonaangevende maatstaf die de transparantie van de commerciële vastgoedmarkt in 82 landen weergeeft.

Scores op de Vastgoed Milieuprestatie-index

Op basis van de enquête wordt een vastgoedindex van milieuprestaties geconstrueerd. Deze index is een gestandaardiseerde aggregatie van de binaire score per vraag, waarbij de score op iedere vraag gelijk wordt gewogen. Tabel 1A geeft een overzicht van de scores op de Milieuprestatie-index voor beursgenoteerde vastgoedfondsen in de vier regio's die zijn onderscheiden. Vrijwel alleen de Australische vastgoedfondsen komen in de buurt van een score van honderd procent. Het met 86 procent wereldwijd best scorende fonds is de Australische GPT Group. Big Yellow Group, een Europees vastgoedfonds, scoort met 83 procent ook hoog. De rest van de industrie scoort ondermaats op de Milieuprestatie-index: Amerikaanse en Europese vastgoedfondsen komen gemiddeld slechts tot een derde van de maximale score.

Dit betekent dat er onder vastgoedinvesteerders nog slechts beperkt actie ondernomen is met betrekking

PIET M.A. EICHHOLTZ
Hoogleraar aan de Universiteit Maastricht en partner van Finance Ideas

NILS KOK
Universitair docent aan de Universiteit Maastricht en gastdocent aan de UC Berkeley

ROB BAUER
Hoogleraar aan de Universiteit Maastricht en directeur van the European Centre for Corporate Engagement

Tabel 1

Vastgoed Milieuprestatie-index (in procenten, standaarddeviatie tussen haakjes).

A. Beursgenoteerde vastgoedfondsen				
	Europa	Australië	Verenigde Staten	Azië
Aantal	45	8	19	0
Beleid	46,1 (22,6)	73,4 (16,3)	44,9 (22,3)	-
Implementatie	35,3 (23,1)	60,5 (18,6)	24,2 (13,6)	-
Totale score	39,6 (21,1)	65,6 (16,5)	32,4 (14,6)	-
B. Niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen				
	Europa	Australië	Verenigde Staten	Azië
Aantal	64	5	37	20
Beleid	29,3 (17,0)	71,7 (23,7)	39,1 (17,9)	24,8 (22,9)
Implementatie	17,7 (14,8)	47,1 (26,6)	20,2 (12,3)	15,9 (13,9)
Totale score	22,3 (13,8)	56,9 (23,0)	27,7 (12,1)	19,4 (16,9)

tot de optimalisatie van milieuprestaties en dus energiezuinigheid. Voor institutionele vastgoedbeleggers is dit niet enkel slecht nieuws: er is potentieel voor waardecreatie die vrijkomt bij de verbetering van energiezuinigheid en duurzaamheid van vastgoedfondsen.

De resultaten voor de enquête onder private of niet-beursgenoteerde vastgoedfondsen staan in tabel 1B. De verschillen tussen de regio's zijn vergelijkbaar met de regionale verschillen voor beursgenoteerde fondsen: Australië is de onbetwiste leider, terwijl Europa en Amerika gemiddeld ver achterblijven. De hoogst scorende fondsen zijn het GPT Office Fund en het Investa Commercial Fund in Australië met respectievelijke scores van 86 en 84 procent. Europa's leidende fonds, het CRM Fund van Capital & Regional, komt uit op 53 procent, een zelfde score als de nummer een van Amerika.

Verder valt op dat niet-beursgenoteerde fondsen substantieel lager scoren dan beursgenoteerde fondsen. Europese fondsen behalen slechts 22 procent en Amerikaanse fondsen slechts 28 procent van de maximale score op de Milieuprestatie-index. Deze relatief zwakke milieuprestaties kunnen wellicht verklaard worden door de relatief lage transparantie van private fondsen. Beperkte verslaggeving en geringe blootstelling aan het publiek leiden tot verminderde externe druk om milieuprestaties te verbeteren. Dit impliceert dat er voor institutionele beleggers een belangrijke rol is weggelegd in het realiseren van de aandeelhouderswaarde die te halen is met het verbeteren van de milieuprestaties.

De prestaties verklaard

Op basis van de standaarddeviaties in tabel 1 kan worden geconcludeerd dat er tussen vastgoedfond-

sen, ook binnen regio's en fondstypen, flinke verschillen zijn voor wat betreft milieuprestaties. Om die verschillen te verklaren worden de scores op de vastgoedindex voor milieuprestaties gerelateerd aan financiële en andere specifieke karakteristieken van vastgoedfondsen. Aangezien de benodigde informatie alleen beschikbaar is voor beursgenoteerde fondsen, wordt alleen hiervoor een regressiemodel geschat:

$$Score_i = \alpha + \beta Kenmerken_i + \delta Land_i + \lambda Sector_i + \varepsilon_i$$

In dit model staat *Kenmerken* voor een set fondsspecifieke verklarende variabelen, namelijk marktwaarde van het fonds, financiële prestaties gedefinieerd als het rendement op totaal vermogen, percentage vreemd vermogen gedefinieerd als schuld gedeeld door de totale activa, en openheid naar de kapitaalmarkt gedefinieerd als de fractie illiquide aandelen. Alle data zijn afkomstig van Thomson One Banker en worden gemeten in Amerikaanse dollars per ultimo 2008. De variabele *Land* is een binaire dummy voor het land van waaruit het fonds opereert, waarbij de coëfficiënt geïnterpreteerd kan worden ten opzichte van de gemiddelde score van respondenten in het Verenigd Koninkrijk. De variabele *Sector* is een binaire dummy voor het vastgoedtype waarin een fonds investeert.

Tabel 2 geeft een overzicht van de regressieresultaten van het model, de geschatte coëfficiënten en hun standaardfout. De eerste kolom verklaart de score betreffende het milieubeleid en de tweede verklaart de score voor implementatie van maatregelen om de milieuprestaties te verbeteren. De laatste kolom heeft betrekking op de totale score. Alle kolommen laten zien dat de omvang van een fonds een belangrijke verklarende variabele is voor de milieuprestaties. Gemiddeld is een één procent groter fonds geassocieerd met een zeven punten hogere score op de Vastgoed Milieuprestatie-index. Dit positieve verband zou kunnen worden verklaard doordat grote fondsen zichtbaarder zijn dan kleinere fondsen, met als gevolg dat ze meer aandacht krijgen van financiële analisten en het publiek, hetgeen mogelijk leidt tot meer druk om milieuoverwegingen mee te nemen in het beleid. Bovendien hebben grotere fondsen

Tabel 2

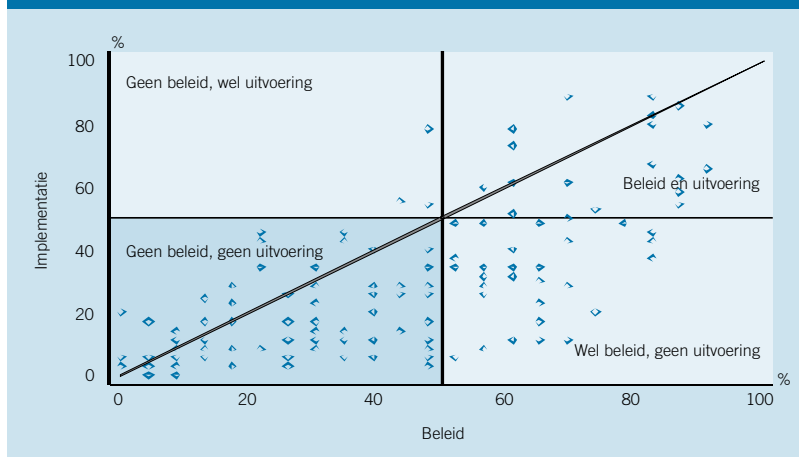
Milieuprestaties verklaard voor beursgenoteerde fondsen.

	Beleid	Implementatie	Totaal
	Financiële variabelen		
Marktwaarde	5,620*	7,897***	6,994***
Schuld/totale activa	-0,0186	-0,0809	-0,0562
Rendement op totaal vermogen	0,582	0,978**	0,821*
Fractie illiquide aandelen	-0,207	-0,296**	-0,260**
	Type vastgoed		
Kantoren	12,96	10,62	11,55
Winkels	5,909	9,145	7,862
Woningen	14,36	1,316	6,487
Gespreid	4,424	7,458	6,255
	Land		
Australië	15,44*	4,777	9,008
Verenigde Staten	-3,538	-17,27**	-11,83
Finland	-13,67	-3,840	-7,738
Frankrijk	-8,003	-14,84	-12,13
Duitsland	-16,13*	-23,47***	-20,56***
Nederland	-18,50	-12,76	-15,04
Zweden	27,93***	-3,581	8,914
Zwitserland	-5,796	-12,36	-9,755
Constante (a)	0,298	-23,35	-13,97
Aantal waarnemingen	61	61	61
Gecorrigeerde R²	0,231	0,509	0,439

* Significant op tienprocent-niveau; ** significant op vijfprocent-niveau; *** significant op éénprocent-niveau.

Figuur 1

Het beleid en de implementatie.



de schaal die nodig is om milieuprestaties mee te nemen in de dagelijkse beslissingen van het fonds.

Financiële prestaties zijn positief gecorreleerd met milieuprestaties. Uiteraard geeft dit geen causaal verband aan: aan de ene kant zouden financieel goed presterende vastgoedfondsen het zich gemakkelijker kunnen veroorloven om de benodigde investeringen te doen die nodig zijn om de milieuprestaties te verbeteren, maar aan de andere kant is het ook mogelijk dat een hogere score op de Milieuprestatie-index de financiële prestaties van een fonds verbetert.

Het land van herkomst speelt een belangrijke rol in het verklaren van de scores. De meeste landen doen het minder goed dan het Verenigd Koninkrijk, maar alleen de Verenigde Staten en Duitsland presteren significant slechter dan fondsen in het Verenigd Koninkrijk. Australië en Zweden zijn de uitzonderingen op deze matige prestaties. De vastgoedfondsen in de laatstgenoemde landen lopen wereldwijd voorop.

Het type vastgoed waarin beleggers investeren lijkt in de cross-sectionele analyse geen significante invloed te hebben op het beleid ten aanzien van milieuprestaties, of de implementatie daarvan. Bij vergelijking van de prestaties van verschillende sectoren voor ieder land apart hebben beleggers in kantoorgebouwen echter consistent de hoogste score. Dit kan verklaard worden doordat de meeste bestaande maatstaven voor milieuprestaties en energiezuinigheid, zoals bijvoorbeeld het Amerikaanse LEED-systeem, voornamelijk op kantoren gericht zijn.

Van milieubeleed naar concrete implementatie

Tabel 1 gaf reeds aan dat vastgoedbeleggers gemiddeld beter scoren bij het opstellen van een milieubeleed dan bij het implementeren en integreren daarvan. Om deze inconsistentie verder te analyseren geeft figuur 1 voor elk van de 198 respondenten de relatie tussen hun milieubeleed en de uitvoering daarvan weer. Als alle beleidsinitiatieven van de vastgoedbeleggers zich zouden vertalen in concrete implementatie, dan zouden alle waarnemingen op de diagonale lijn liggen. Dat is echter niet het geval; de overgrote meerderheid van de waarnemingen ligt een beduidend stuk onder de lijn. Beleed vertaalt zich dus niet een-op-een in implementatie in de vastgoedsector.

Vervolgens wordt de figuur in vier kwadranten verdeeld, die elk een specifieke combinatie van milieubeleed en milieuprestaties omvatten. Vastgoedbeleggers die in het kwadrant linksonder voorkomen zijn de groene achterblijvers. Deze fondsen onderscheiden zich noch in het formuleren van milieubeleed, noch in concrete maatregelen hieromtrent. Dit kwadrant is met 67 procent van alle respondenten veruit het dichtstbevolkt. Het kwadrant rechtsonder bevat de beleggers die reeds een milieubeleed geformuleerd hebben, maar dit nog slechts in beperkte mate uitvoeren. Het feit dat ook dit kwadrant redelijk dichtbevolkt is, met 21 procent van de waarnemingen, geeft aan dat pr een belangrijke rol speelt als het gaat om milieu en vastgoed.

Het kwadrant rechtsboven bevat de groene sterren. Deze fondsen hebben

ambitieuze milieudoelstellingen geformuleerd en zetten die om in acties die de milieuprestaties van de portefeuille werkelijk verbeteren. Bovendien meten ze regelmatig hun prestaties en passen ze hun beleid zonnodig aan. Dit kwadrant bevat met twintig fondsen tien procent van het aantal respondenten. Ten slotte zijn er drie fondsen die weliswaar milieubeleed uitvoeren, maar die dit niet vergezeld laten gaan van een helder gedocumenteerd beleid. De resultaten van deze analyse geven aan dat milieuprestaties van vastgoedfondsen niet enkel aan beleid afgemeten kunnen worden, daar de praktische uitvoering van duurzaamheids- en energiezuinigheidsbeleed substantieel achterblijft.

Conclusies

De vastgoedsector kan een leidende rol spelen in de reductie van CO₂-uitstoot. Duurzaamheids- en energiebesparende investeringen worden echter nog slechts op beperkte schaal uitgevoerd. Een wereldwijde enquête naar de milieuprestaties van vastgoedfondsen laat zien dat er grote verschillen bestaan in het beleid en de implementatie van milieumaatregelen bij vastgoedbeleggers. De prestaties van de best scorende beleggers laten zien dat een score van 100, de hoogst haalbare op de ontwikkelde maatstaf, realistisch is. Vastgoedbeleggers in Australië, Zweden en het Verenigd Koninkrijk komen dicht in de buurt van de maximaal haalbare score in de Vastgoed Milieuprestatie-index en zijn daarmee leidend. De milieuprestaties van met name Amerikaanse beleggers zijn veel zwakker en dat geldt ook voor beleggers uit Azië en Zuid-Europa. Er is dus veel ruimte voor verbetering van de milieuprestaties van de vastgoedsector en daarmee voor het reduceren van CO₂-uitstoot. Dat is niet per definitie slecht nieuws: het biedt mogelijkheden tot waardecreatie voor institutionele beleggers.

LITERATUUR

Eichholtz, P.M.A., N. Kok en J.M. Quigley (2010) *Doing well by doing good: green office buildings*. *American Economic Review*, nog te verschijnen.

Enkvist, P.-A., T. Naucler en J. Rosander (2007) *A cost curve for greenhouse gas reduction*. *The McKinsey Quarterly*, 2007(1), 35–45.

European Centre for Corporate Engagement (2010) *Environmental real estate survey – European version*. Vragenlijst op www.corporate-engagement.com.

International Panel on Climate Change (IPCC) (2007) *Climate change 2007: the physical science basis*. Cambridge: Cambridge University Press.

Kok, N., P.M.A. Eichholtz, R. Bauer en P. Penada (2010) *Environmental performance; a global perspective on commercial real estate*. Maastricht: Maastricht University.

Stern, N. (2008) *The economics of climate change*. *American Economic Review: Papers and Proceedings*, 98(2), 1–37.