

Samen invloed aanwenden

Themastudie naar collectieve engagement



Onderzoeksteam

Thom Makkink, Will-Jan Jacobs
& Martin van Rossum namens de
Pensioenfederatie.

De Pensioenfederatie is de over-
koepelende belangenbehartiger van
bijna alle Nederlandse pensioenfondsen.
Zij vertegenwoordigt namens 156
pensioenfondsen de belangen van:

- 6,2 miljoen deelnemers
- 3,8 miljoen gepensioneerden
- 9,1 miljoen gewezen deelnemers.

Het overgrote deel van alle werkenden
is aangesloten bij een collectief
pensioenfonds.

De pensioenfondsen van de
Pensioenfederatie beheren samen
circa 1.400 miljard euro.

(Cijfers per 31-12-2022)

Contactinformatie

Prinses Margrietplantsoen 90
2595 BR Den Haag

Postbus 91358
2509 AD Den Haag

T + 31 (0)70 76 20 220
info@pensioenfederatie.nl
www.pensioenfederatie.nl

© Overname van tekst(delen) uit deze
uitgave is mogelijk na toestemming van
de Pensioenfederatie. Aan de inhoud
van deze uitgave kunnen geen rechten
worden ontleend.

Pensioenfederatie,
Den Haag, april 2024

Voorwoord

Pensioenfondsen voelen een hoge en toenemende druk op het uitoefenen van effectieve en zichtbare invloed op hun beleggingen. Dit onderzoek, door de Pensioenfederatie, probeert daarin met adviezen te komen voor de sector hoe met deze druk om te gaan en hoe zij hun invloed op de beleggingen kunnen vergroten. Deze adviezen zijn tot stand gekomen door middel van een kwalitatief onderzoek naar de samenwerking tussen pensioenfondsen op het gebied van engagement. Hierin is gekeken naar hoe de engagementketen eruitziet, wat het nut is van samenwerken op engagement en hoe de huidige samenwerking eruitziet. Deze vragen zijn door 22 respondenten beantwoord. Zij hebben elk, middels interviews, hun eigen visie of die van hun organisatie gegeven op de samenwerking op engagement. Hieruit zijn creatieve en nuttige inzichten gekomen op basis waarvan advies is gevormd over hoe toekomstige samenwerking vorm kan worden gegeven en de rol die de Pensioenfederatie hierin kan spelen. Een speciaal woord van dank naar de onderstaande respondenten die met hun inzichten dit onderzoek mogelijk hebben gemaakt:

- Eric Huizing (*Ahold Delhaize Pensioen*)
- Louise Kranenburg (*Pensioenfonds Detailhandel*)
- Sara Heinsbroek (*VBDO*)
- Freek van Til (*VBDO*)
- Arian Borgers (*Philips Pensioenfonds*)
- Rients Abma (*Eumedion*)
- Bas Bijleveld (*MN*)
- Anja Seiler (*Ethos Foundation, Zwitserland*)
- Matthias Narr (*Ethos Foundation, Zwitserland*)
- Simona Kramer (*Pensioenfonds Rail & OV*)
- Vincent van Bijleveld (*Finance Ideas*)
- Marcel Jeucken (*SustFin*)
- Rik Teeuwen (*UN PRI*)
- Frank Wagemans (*Achmea IM*)
- Daan Spaargaren (*PME Pensioenfonds*)
- Paul Hunter (*Local Authority Pension Fund Forum, Verenigd Koninkrijk*)
- Rens van Tilburg (*Sustainable Finance Lab*)
- Jenny Gustaffson (*Council on Ethics Swedish National Pension Funds, Zweden*)
- Rieneke Slager (*Rijksuniversiteit Groningen*)
- Gerard Roest (*FNV*)
- Marcel Andringa (*PME Pensioenfonds*)
- Anne Gram (*Pensioenfonds bestuurder*)

Inhoudsopgave

1	Engagementproces	5
2	Engagementketen	11
	2.1 Pensioenfonds	11
	2.2 Vermogensbeheerder	12
	2.3 Engagementprovider	12
	2.4 Fiduciair	13
	2.5 Proxy voting adviseur	13
3	Het nut van samenwerking	15
4	Huidige samenwerking tussen Nederlandse pensioenfondsen	18
	4.1 Het Nederlandse engagement-landschap	18
	4.2 Wetgevingsperspectief	20
5	Aanbeveling toekomstige samenwerking	22
6	Literatuur	24

1

Engagementproces

Pensioenfondsen zijn in toenemende mate bezig met maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB). Pensioenfondsen kiezen er dan ook steeds vaker voor om beleid te voeren op deze thema's voor een leefbare wereld, én het inperken van lange-termijn-risico's. Dit vergt capaciteit, kosten en aandacht en het is daarvoor van belang dat dit effectief en efficiënt wordt uitgevoerd. Bij het uitvoeren van MVB-beleid kunnen pensioenfondsen ervoor kiezen om bedrijven uit te sluiten, of om vanuit hun positie als aandeelhouder invloed uit te oefenen op het beleid van deze bedrijven. Aangezien institutionele beleggers grote belangen hebben in bedrijven, is er ook een groeiende roep naar het actief uitoefenen van invloed op deze bedrijven.

Aandeelhouders kunnen op verschillende manieren invloed uitoefenen. Voorbeelden hiervan zijn dialoog, stemmen op aandeelhoudersvergaderingen (voting) en uitsluiting. Het uitoefenen van invloed als aandeelhouder middels dialoog wordt ook wel *engagement* genoemd. In het proces van engagement heeft de belegger vaak als voornemen dat er voor zowel belegger, als de onderneming, positieve impact wordt bereikt of dat de onderneming de negatieve impact die het heeft op het vlak van ESG voortaan voorkomt, mitigeert en/of verhelpt.

Het doel, zoals ook is vastgelegd in 4.2.2 van de *Corporate Governance Code*, en waarvan delen per wet zijn verankerd in de 'Wet op het financieel toezicht', is een continue constructief dialoog tussen belegger en onderneming. Dit zowel vanwege de reputatie van een pensioenfonds, als voor de lange-termijn-risico's die gepaard gaan met bijvoorbeeld ESG-factoren zoals klimaatverandering en de afname van biodiversiteit.

Nederlandse pensioenfondsen acteren op de materiële (financiële) impact op de waarde van de beleggingen (*outside-in* blik), maar hebben ook steeds meer oog voor de impact van de beleggingen op de omgeving (*inside-out* blik). Deze blik die zowel *outside-in* als *inside-out* is gericht, noemen we dubbele materialiteit. Een in Nederland veel gebruikte onderverdeling van engagement is die tussen 'normatieve' en 'thematische' engagement:

- *Normatieve engagement*: gefocust op ondernemingen die internationaal aanvaarde normen schenden of niet voldoen aan minimumeisen.
- *Thematische engagement*: gefocust op ondernemingen met verbeterpunten binnen bepaalde thema's die als (relatief) belangrijk worden gezien door de belegger.

Het proces van engagement gaat een steeds grotere rol spelen. Dat komt onder andere door de volgende zaken:

- Doorlopende verantwoordelijkheden die voortvloeien uit het reeds afgelopen IMVB-convenant (Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen-convenant) voor de pensioensector.
- Een toenemende mate aan nieuwe wet- en regelgeving voor pensioenfondsen.
- Bestaande wetgeving of codes op ESG-thema's in Europa en Nederland zoals de verankering van de Shareholders Rights Directive II in de Wet op het financieel toezicht (artikel 5:87a t/m 5:87d) en de Stewardship Code.
- Druk vanuit bijvoorbeeld overheden, ngo's en de maatschappij.

Middels de hiervoor genoemde wet- en regelgeving moeten grote institutionele beleggers - buiten simpelweg het aanhouden van de belegging - een actieve rol bekleden in de transitie naar corporate sustainability. Het is dus ook de bedoeling dat pensioenfondsen bewust zijn van de effectiviteit van hun eigen uitgevoerde engagement. Hiervoor is een diepgaande evaluatie nodig. Zij dienen engagement niet enkel als een 'box ticking exercise' te zien.

Hiernaast hebben (grotere) bedrijven, via de Corporate Sustainability Reporting Directive, de verplichting om de impact die ze hebben op mens en milieu beter te rapporteren. Door enerzijds actiever aandeelhouderschap en anderzijds een rapportageplicht voor (grotere) bedrijven, zullen misstanden binnen een waardeketen (of binnen het bedrijf zelf) sneller aan het licht komen. Om de vergaarde informatie, in de vorm van misstanden, vervolgens aan te kaarten en weg te werken, ligt het voor de hand dat pensioenfondsen daar engagement voor inzetten. Dit zijn stappen 3 en 6 binnen de due diligence cyclus (zie; figuur 1).

Vervolgens rapporteren pensioenfondsen (in toenemende mate) over deze uitgevoerde engagements, ook om aan hun deelnemers te kunnen tonen wat zij doen op dit gebied. In hoeverre dit gedetailleerd gebeurt, hangt af van het pensioenfonds; zij maken daar zelf een afweging in. Sommige pensioenfondsen zullen er bijvoorbeeld voor kiezen om engagement enkel op hoofdlijnen te publiceren en de meer gedetailleerde rapportage vertrouwelijk te houden. Een pensioenfonds kan ook (delen uit) de rapportage van een externe partij overnemen wanneer het de engagement aan hen heeft uitbesteed. Deze verschillen in rapportage leiden ertoe dat uitgevoerde engagements, onderling tussen pensioenfondsen, niet goed vergeleken kunnen worden.



Figuur 1: De due diligence cyclus volgens het IMVB-convenant

Sommige pensioenfondsen zien kansen in het meer samen optrekken op engagement. Aangezien het proces van engagement vaak gepaard gaat met hoge kosten en de geringe invloed die een individueel pensioenfonds vaak heeft, kan samenwerking (collectieve engagement) tussen pensioenfondsen niet alleen zorgen voor een hogere mate van efficiëntie, maar ook van effectiviteit.

Samenwerkingsinitiatieven op het gebied van engagement, in de financiële sector breed gezien, worden dan ook steeds gangbaarder. Het niveau en de schaal waarop deze samenwerkingen plaatsvinden, kan nogal verschillen. Een voorbeeld van een initiatief op wereldwijd niveau is ClimateAction100+. Hierbij heeft nu 75% van de 166 bedrijven waar dit initiatief zich op richt, zich verbonden aan de doelstelling van nul uitstoot. Twaalf Nederlandse pensioenfondsen zijn hier direct bij aangesloten. Pensioenfondsen kunnen via hun vermogensbeheerders of fiduciair ook ondertekenaar zijn van dit initiatief.

Samenwerkingsinitiatieven vinden ook plaats op kleinere schaal, uitsluitend tussen pensioenfondsen. Hierbij wordt vaak de focus gelegd op een overkoepelend thema op basis van de voorkeuren van de samenwerkende pensioenfondsen en hun deelnemers. Een voorbeeld hiervan is het Dutch Engagement Network, dat engagement voert op bijvoorbeeld watergebruik in de keten. Als pensioenfondsen kiezen voor samenwerking op engagement kan er worden gekeken naar de geleerde lessen uit het Diepe Spoor van het IMVB-convenant. Deze lessen bieden enige normatieve houvast over hoe het proces van collectieve engagement het best kan worden doorlopen. Dit proces, aangevuld door input van onze respondenten, is als volgt vormgegeven:

Start met kennis en verdieping van het thema en bouw toe naar vertrouwen

- Begrijp elkaar en maak afspraken over bijvoorbeeld het gekozen thema.
- Vermijd standpunten en zoek de overeenkomsten waar elk pensioenfonds zich in kan vinden.
- Maak heldere afspraken over hoe de samenwerking wordt vormgegeven, denk hierbij aan de doelen die worden nagestreefd en de communicatie over de resultaten.

Verzamel en deel kennis over de onderneming en de plek

- Begrip van de bedrijfsprocessen en het uitwisselen van verzamelde kennis is cruciaal bij engagement en het uitdagen van een bedrijf.
- Zoek zo nodig externe kennis als deze niet aanwezig is binnen de samenwerking, denk hierbij aan overheden, ngo's, consultants of lokale spelers om een totaalbeeld te krijgen van de onderneming.
- Wees adaptief aan de cultuur in het land waar de engagement plaatsvindt en werk hierin samen met een lokale speler. Niet in elk land is er sprake van een poldercultuur of heeft het polderen direct effect.
- Wees bewust van het nationale recht rondom *acting in concert*. Wetgeving hierover kan, ook in Europa, nogal verschillen.

Samen doelen bereiken

- Maak gezamenlijke de keuze over waar in de keten engagement voeren het meest succesvol kan zijn.
- Voor voldoende invloed is het een voordeel als het bedrijf bij alle of vrijwel alle pensioenfondsen in de portefeuille zit. De impact kan minder groot zijn als een van de deelnemers niet belegt in de onderneming in kwestie.
- Formuleer concrete doelen om de engagement uit te kunnen voeren en te beoordelen. Welke richting moet het bedrijf op? Welke termijn wordt hiervoor gekozen?
- Monitor de vooruitgang en wees zo bewust van de voortgang die een onderneming heeft gemaakt.
- Voer druk uit wanneer bedrijven geen stappen zetten en zoek zo nodig publieke aandacht op in de vorm van media of resoluties bij AVA's (algemene vergadering van aandeelhouders).
- Voor een effectieve engagement is het een pre dat de directie wordt bereikt.

Toekomst

- Deel de opgedane kennis met sectorgenoten om meer impact te kunnen hebben, zij kunnen het bedrijf tevens in portefeuille hebben.
 - Beoordeel of de engagement succesvol was en neem een besluit over de vervolgstappen.
 - o Besluit of er bij een onsuccesvolle engagement zal worden overgegaan tot uitsluiting en of hier publiekelijk over gecommuniceerd wordt.
 - o Neem hierin mee wat het bedrijf kan doen om in de toekomst eventueel weer terug te keren in de portefeuille.
-

Succesvolle engagement kan een positieve impact hebben. De kans bestaat echter ook dat bedrijven niets zien in verduurzamen of investeerders, middels *soft commitments*, aan het lijntje houden. Er kan dan worden gesproken van een onsuccesvolle engagement. Om hierop in te spelen stellen pensioenfondsen vaak een zogenoemde 'escalatie-strategie' op (zie; figuur 2). Hierbij wordt een tijdhorizon van een aantal jaar opgesteld waarin het proces van engagement plaats gaat vinden; het bedrijf moet immers de tijd krijgen om veranderingen door te voeren.

Als dialoog niet effectief genoeg is kan er worden gekozen om escalatie-instrumenten in te zetten. Hiermee kan druk uit worden geoefend op het bedrijf om de gewenste veranderingen alsnog te bewerkstelligen. Bij escalatie-instrumenten kan worden gedacht aan het opstellen of ondertekenen van publieke statements, het stemmen op of indienen van resoluties op de algemene vergadering voor aandeelhouders of steun of afkeer uitspreken tegen bepaalde voorstellen. Ook is het mogelijk om via een rechtszaak tegen een bedrijf maatschappelijk verantwoord gedrag af te dwingen; dit is een steeds gangbaarder instrument, zeker in de Verenigde Staten.

In het scenario dat de engagement na de gekozen tijdshorizon geen duidelijke verbetering heeft bewerkstelligd, kan er als laatste middel worden gekozen om te desinvesteren in het bedrijf. Dit wordt geschaald onder de term *engagement-led divestment*. Het bedrijf kan bij een duidelijke verbetering in de toekomst wel van de uitsluitingslijst af worden gehaald. Desinvesteren kan het laatste middel zijn wanneer andere instrumenten gebruikt zijn en niet effectief zijn gebleken. Ook kan deze optie worden gebruikt wanneer er weinig kans is om een bedrijfsmodel om te buigen naar een duurzamer model. Heldere geformuleerde en geloofwaardige escalatiestappen zijn belangrijk om effectief druk uit te oefenen.

Engagement blijft echter vaak de voorkeur hebben zolang er nog instrumenten zijn die ingezet kunnen worden of uitsluiting vanwege indirecte investeringen moeilijk is. Wanneer er wordt gekozen voor desinvesteren, kan communicatie een belangrijke rol spelen. Of een desinvestering publiekelijk gebeurt, is een overweging die het pensioenfonds zelf moet maken, niet een samenwerkingsverband. Een desinvestering die publiekelijk wordt gecommuniceerd kan een krachtig signaal zijn naar mede-pensioenfonds om te heroverwegen of het bedrijf en de sector in kwestie nog aansluiten bij het beleggingsbeleid van het pensioenfonds.

2

Engagementketen

2.1

Pensioenfondsen

Als belegger krijgen pensioenfondsen in toenemende mate te maken met regulering omtrent engagement. Volgens de verplichtingen die doorlopen uit het IMVB-convenant en volgens [Artikel 5:87a t/m 5:87d](#) van de Wet op het financieel toezicht is het verplicht voor een pensioenfonds om een eigen betrokkenheidsbeleid te vormen op de manier waarop het pensioenfonds toeziet op de maatschappelijke en ecologische effecten en de corporate governance van de vennootschap waarin is belegd. Zij beslissen zelf door wie dit beleid wordt uitgevoerd. Voor het engagementdeel kunnen ze verschillende wegen inslaan.

Zo kan een pensioenfonds kiezen om engagement in eigen beheer te doen middels het uitvoeren van directe engagement of een samenwerking aan te gaan met bijvoorbeeld ngo's, vakbonden, overheden of andere pensioenfondsen. Bij engagement in eigen beheer is de invloed die het pensioenfonds heeft op de uitgevoerde engagementactiviteiten erg groot, maar het is ook kostbaar en vaak niet haalbaar voor kleinere fondsen.

Engagement uitbesteden aan de vermogensbeheerder, een fiduciair of een externe engagement provider kan vaak een hogere kostenefficiëntie en effectiviteit opleveren. Dit heeft te maken met de grootte van het belang dat deze partij heeft in het bedrijf waar engagement op wordt gevoerd, de grootte van de stewardship-teams en de (technologische) resources die beschikbaar zijn. De mate van invloed die het pensioenfonds op de uitvoering heeft, neemt wel af. Elk pensioenfonds zal dus een afweging (zie; figuur 2) moeten maken door wie zij engagement willen laten uitvoeren. Hierbij speelt een rol hoe groot de organisatie van de engagementuitvoerder is en wat het aanbod is.

Vaak wordt de normatieve engagement aangevuld met thematische engagement, eventueel bij een andere partij, om extra aandacht te leggen op thema's die het pensioenfonds en zijn achterban/deelnemers belangrijk achten. Of een mogelijke uitbesteding plaatsvindt, heeft ook te maken met de grootte van het pensioenfonds. Voor de grootste pensioenfondsen is de kwestie van uitbesteding minder relevant. Zij hebben vaak genoeg middelen waardoor zij een volledig eigen engagementbeleid kunnen voeren.

2.2

Vermogensbeheer

Wanneer de vermogensbeheerder engagement uitvoert, zal daar ten opzichte van een fiduciair of andere externe partij vaak minder invloed op uit te oefenen zijn. Dit gaat wel gepaard met lagere kosten, wat aantrekkelijk kan zijn voor kleinere fondsen (zie; figuur 1). De vermogensbeheerder voert vaak voor veel partijen engagement uit. Vermogensbeheerders hebben vaak veel klanten, en daarmee veel verschillende belangen die zij dienen. Dit kan uiteenlopen van ambitieuze Europese partijen tot conservatieve Amerikaanse partijen. Hierdoor kan de visie van de vermogensbeheerder en het pensioenfonds uiteenlopen. Hierdoor zal een engagement minder hard gemaakt kunnen worden, want de klanten die een grote vermogensbeheerder of engagementprovider heeft, kunnen qua ambitie en toekomstvisie uiteenlopen. De engagement die wordt gedaan, zal vanwege een groot beheerd vermogen daarentegen wel een grote mate van effectiviteit hebben. Bij uitbesteding van engagement is er echter wel een kans dat deze niet geheel overeenkomt met het eigen MVB-beleid.

Sommige pensioenfondsen geven de voorkeur om via deze bestaande relatie met de vermogensbeheerder invloed aan te wenden op de engagement die door de vermogensbeheerder wordt uitgevoerd op bedrijven. Dit kan een goede manier zijn om de uitgevoerde engagement van de vermogensbeheerder in lijn te brengen met het eigen MVB-beleid en zo via een partij met een grote hoeveelheid beheerd vermogen engagement te voeren.

2.3

Engagementprovider

Een alternatieve vorm van uitbesteding is naar een engagementprovider. Dit is een externe partij die namens het pensioenfonds (bepaalde) engagement-activiteiten op zich neemt. Commerciële engagementprovider zoals Columbia Threadneedle, Federated Hermes en Achmea IM voeren namens pensioenfondsen, in lijn met hun wensen, engagement uit. De mate van invloed die een engagementprovider heeft, hangt net als bij de vermogensbeheerder en bij engagement in eigen beheer, samen met de grootte van de hoeveelheid beheerde activa. Een grote vermogensbeheerder zal tevens voor een groter belang de engagement doen dan een (kleinere) engagementprovider en daarmee meer invloed kunnen uitoefenen. Een groter beheerd vermogen zal vaak ook gepaard gaan met een grotere organisatie. Dit heeft invloed op de grootte van de stewardship-teams en de kwantiteit en kwaliteit van specialisten die zij kunnen inhuren.

Een voordeel van uitbesteding aan een engagementprovider ten opzichte van de vermogensbeheerder is het feit dat de engagement iets meer naar de smaak van de klant kan worden vormgegeven. Net als bij de vermogensbeheerder heeft de grootte van het aangesloten pensioenfonds invloed op de mate van inspraak die het heeft op het engagementbeleid van de uitvoerder. De mate van inspraak die het pensioenfonds kan hebben op het engagementbeleid van zo'n

grote partij zal ten opzichte van engagement in eigen beheer altijd geringer blijven. De kans bestaat, net als bij uitbesteding aan de vermogensbeheerder, dat de daadwerkelijke engagement niet perfect aansluit op het eigen MVB-beleid. Hierdoor is het bij uitbesteding, aan zowel een vermogensbeheerder als een engagementprovider, belangrijk dat er een goede monitoring plaatsvindt van de uitgevoerde engagement en voting.

Om uitbesteding te controleren, hebben pensioenfondsen vanuit het eigen beleid dat voortvloeit uit [artikel 5](#) van het IMVB-convenant, een verplichting tot monitoring van de implementatie van het MVB-beleid. Pensioenfondsen hebben volgens [artikel 4.2](#) een inspanningsverplichting om bestaande contracten zoveel mogelijk in lijn te brengen met de in de [artikel 4.1](#) opgestelde richtlijnen voor externe dienstverleners.

In het geval van uitbesteding aan een externe dienstverlener kan het pensioenfonds in gesprek gaan om diens praktijken in lijn te brengen met het MVB-beleid van het fonds. Effectieve engagement richting de vermogensbeheerder of engagementprovider vereist een investering in kennis en investering in de relatie.

2.4

Fiduciair

De derde vorm van uitbesteding is aan een fiduciair. Een fiduciair is erop gefocust dat de beleidsmatige doelstellingen ten aanzien van het beheerde vermogen daadwerkelijk worden gerealiseerd. Hier kan dus ook het MVB-beleid onder vallen. De fiduciair kan adviseren over het MVB-beleid of zelf engagement uitvoeren namens het pensioenfonds.

Ook kan de fiduciair een belangrijke rol spelen in de monitoring van de uitbestede engagement en de implementatie van de doorlopende verantwoordelijkheden uit het IMVB-convenant. De fiduciair dient namelijk invloed uit te oefenen op de vermogensbeheerder (of een andere externe partij) wanneer de door hen uitgevoerde engagementpraktijken niet overeenkomen met het opgestelde MVB-beleid en dus niet conform zijn aan het beleid dat voortvloeit uit [artikel 4.1](#) van het IMVB-convenant.

2.5

Proxy voting adviseur

Stewardship in de vorm van voting is naast engagement een veelvoorkomende manier om invloed uit te oefenen op bedrijven. Door middel van voting op aandeelhoudersvergaderingen kunnen institutionele beleggers meebeslissen over grote veranderingen binnen een beursgenoteerd bedrijf, zoals een overname of beleidsmatige koerswijziging. Dit kan van belang zijn wanneer een institutionele belegger het niet eens is met bijvoorbeeld het beleid van een in portefeuille aangehouden bedrijf op thema's zoals klimaatverandering of mensenrechten.

In dit proces van voting spelen zogenoemde 'proxy voting adviseurs' een grote rol. Proxy voting adviseurs adviseren over stemmingen op aandeelhoudersvergaderingen. Zij voeren, uit naam van een institutionele belegger, analyses uit en leveren hierbij, op basis van het beleid van de belegger, een ja/nee-stemadvies. Door het aandragen van deze adviezen, en daardoor het beïnvloeden van het stemgedrag van institutionele beleggers, spelen deze proxy voting adviseurs een steeds grotere rol binnen stewardship.

Tegelijkertijd is hun rol is ook controversieel. De kwaliteit van deze adviezen wordt bijvoorbeeld aangehaald als mogelijk probleem, omdat ze soms foutieve informatie bevatten. Daarnaast wordt de markt van proxy voting adviseurs erg gedomineerd door Amerikaanse partijen. GlassLewis en Institutional Shareholder Services (ISS) zijn de marktleiders. Gezamenlijk beheren zij 97% van de wereldwijde markt voor proxy voting adviezen. Een nadelig aspect hiervan kan zijn dat Amerikaanse en Europese partijen verschillende visies kunnen hebben. Een dominante Europese speler in de markt ontbreekt.

Bij het gebruik van proxy voting adviseurs is het belangrijk dat de aangeleverde adviezen in lijn zijn met het eigen MVB-beleid. Zodoende kan een pensioenfonds ervoor kiezen om deze adviezen te controleren en hiervan af te wijken. Aangezien stemmen een bruikbare escalatiestrategie kan zijn, is het van belang dat voor een effectieve engagement de voting en engagement goed op elkaar zijn afgestemd.

3

Het nut van samenwerking

Pensioenfondsen kunnen samen optrekken om engagement uit te voeren richting bedrijven, vermogensbeheerders, fiduciairs, of overheden; samen invloed aanwenden. Zoals eerder aangegeven zijn er voordelen aan collectieve engagement. Het United Nations Principles of Responsible Investment (UN PRI) heeft in een rapportage een overzicht gemaakt van de voordelen van collectieve engagement. Dit overzicht is aangevuld met de belangrijkste bevindingen die de respondenten in de interviews naar voren hebben gebracht:

- Impact: Een hogere mate van invloed op bedrijven wegens een groter vermogen in beheer.
- Kostenbesparing: Efficiëntievoordelen in de monitoring en uitvoering van de engagement.
- Kennisbundeling: Een grotere hoeveelheid ESG-kennis middels het bij elkaar brengen van experts.
- Reputatie: Pensioenfondsen laten een gezamenlijk geluid horen.
- Continuïteit: De verdeling van kosten en het aangaan van een samenwerkingsverband kan de continuïteit van de engagement bevorderen.

Bovengenoemde voordelen kunnen voor elk fonds van meerwaarde zijn. Zeker ook voor kleinere fondsen die middels samenwerking ook directer betrokken kunnen zijn bij engagement. Uit de interviews komt naar voren dat het bundelen van belegd vermogen voor kleinere fondsen een kans biedt om toch op een krachtigere manier hun geluid te laten horen. Zij kunnen ook profiteren van een hogere mate van (kosten)efficiëntie ondanks hun geringe capaciteit. Door zo'n samenwerking kunnen (kleinere) fondsen directer betrokken zijn bij engagement en toch meeprofiteren van bepaalde schaalvoordelen. In hoeverre deze schaalvoordelen er zijn, heeft uiteraard ook te maken met de grootte van zo'n samenwerkingsverband.

Ook voor middelgrote en grote pensioenfondsen liggen er kansen voor samenwerking. Zelfs de grootste fondsen hebben een gering aandeel in beursgenoteerde bedrijven en kunnen een grotere impact maken door de krachten te bundelen. Verder krijgt MVB bij grote fondsen veel publieke aandacht. Onze respondenten stellen dat door gezamenlijk op te trekken op engagement, de eigen acties kunnen worden geplaatst binnen een bredere beweging, wat nuttig is voor reputatiemanagement van de hele sector.

Een efficiënte samenwerking kan omslaan in een inefficiënte situatie bij een gebrek aan coördinatie. Uit de interviews kwam naar voren dat er overeenstemming nodig is over de visie die de samenwerkingspartners hebben op de samenwerking. Hoe intensief willen zij deze samenwerking hebben? Welke thema's worden aangesneden? Welke partij voert welke taak uit? Een gecoördineerde samenwerking is, zoals de geleerde lessen van het diepe spoor van het IMVB-convenant laten zien, een belangrijk aspect bij het vormgeven van een collectief engagementtraject.

Verder is het van belang dat de normen en waarden van de samenwerkende partijen overeenkomen met elkaar. In Zweden en Zwitserland is er bijvoorbeeld al sprake van grootschalige samenwerking tussen pensioenfondsen op engagement. Hier doen respectievelijk de Council on Ethics (Zweedse AP-fondsen) en de Ethos Foundation (middelgrote en kleine Zwitserse pensioenfondsen) de engagement namens een groot deel van de pensioenfondsen. Zij werken dus via deze organisaties samen op engagement om als nationale sector zoveel mogelijk één geluid te laten horen. Een samenwerking tussen gelijkgestemde partijen is hiervoor van belang, omdat ambities en wensen niet te ver uiteen mogen lopen. In Nederland is er met Eumedion ook al een voorbeeld van een geslaagd samenwerkingsverband. Via Eumedion wordt er door Nederlandse institutionele beleggers al op de grootste binnenlandse bedrijven engagement gevoerd op de onderwerpen corporate governance, bevordering van goed ondernemingsbestuur en duurzaamheidsbeleid.

Samenwerking is ook mogelijk via andere constructies. Zo kan naast samenwerking in de dialoog ook worden gekozen om een gezamenlijke *investor statement* op te stellen of te ondertekenen. Een voorbeeld hiervan is het statement over plastic dat de VBDO in 2023 heeft gepubliceerd. Hierin laten de ondertekenaars een gezamenlijk geluid horen. Hiervoor is het wel belangrijk dat er kennis bij de ondertekenaars over het onderwerp is. In het geval van dit statement zijn de investeerders betrokken geweest door in dialoog te zijn gegaan met de bedrijven waarop dit statement is gericht.

Vaak hebben (kleinere) pensioenfondsen een beperkte capaciteit om kennis op te bouwen over complexe onderwerpen als duurzaamheid of mensenrechten. De respondenten stellen dat in dit geval het van waarde kan zijn om andere pensioenfondsen, ngo's, vakbonden of lokale spelers bij elkaar te brengen om kennis te bundelen. Samenwerking in een bredere coalitie vergroot de legitimiteit van de engagement. En door grotere hoeveelheid kennis van het bedrijf en het engagement-thema, wordt je bijdrage vaak serieuzer genomen door het bedrijf. Er zijn zelfs voorbeelden van bedrijven die samenwerkingen van pensioenfondsen vragen om engagement op hen te voeren, om validatie te krijgen over de weg die zij zijn ingeslagen op het thema in kwestie. Over veel kennis beschikken werkt op die manier twee kanten op.

Buiten dat (kleinere) pensioenfondsen door samen te werken zelf meer kennis kunnen opbouwen, dienen zij hun eigen rol en de bijdrage die zij kunnen leveren zeker niet te onderschatten. Kleinere pensioenfondsen kunnen een substantiële bijdrage leveren aan het opstarten of opschalen van samenwerkingsinitiatieven. Een voorbeeld hiervan is het samenwerkingsverband GREEN waar de pensioenfondsen Nedlloyd, TNO en Schilders naast de grotere aangesloten fondsen de opschaling van dit initiatief mede mogelijk hebben gemaakt.

Middelgrote en kleinere pensioenfondsen die minder capaciteit hebben om zelf inhoudelijk engagement te voeren, zouden naast eigen deelname aan samenwerkingsinitiatieven ook hun uitvoeringsorganisatie of vermogensbeheerder kunnen laten deelnemen aan en het steunen van bestaande samenwerkingsinitiatieven. Op deze manier kunnen zij alsnog, via een externe partij, hun geluid laten horen in samenwerkingsinitiatieven.

Uit de eigen bevindingen en de rapportage van UN PRI komen ook voordelen van individuele engagement naar voren. Zo wordt het behouden van autonomie aangehaald als een mogelijk voordeel aan individuele engagement. Hierdoor zou de engagement beter aansluiten bij het eigen MVB-beleid. Echter, aangezien pensioenfondsen in toenemende mate dezelfde thema's belangrijk zijn gaan vinden, zou het mogelijk moeten zijn om daar een bepaalde overlap in te vinden. De verschillende samenwerkingsinitiatieven zijn hier dan ook succesvolle praktijkvoorbeelden van.

4

Huidige samenwerking tussen Nederlandse pensioenfondsen

4.1

Het Nederlandse engagement-landschap

Sommige pensioenfondsen werken al samen op thematische engagement, en sommige alleen op normatieve engagement via bijvoorbeeld de engagement-provider. Al met al kan er worden gesteld dat er al veel wordt samengewerkt in de Nederlandse pensioensector. Echter, door veel (kleinere) initiatieven is het engagementlandschap erg versplinterd.

Dit is niet overal in Europa zo. Zoals eerder benoemd zijn er in Zweden, het Verenigd-Koninkrijk en Zwitserland grote organisaties die alleen voor een groep pensioenfondsen in hun land engagement uitvoeren. In Zwitserland focust de Ethos Foundation zich op de fondsen die weinig capaciteit hebben om engagement in eigen beheer te doen. Zij bieden aan – overwegend kleinere - fondsen de mogelijkheid om via een platform op de hoogte te blijven van de voortgang van de uitgevoerde engagement. Op die manier werken veel fondsen in plaats van via losse initiatieven in één overkoepelend verband samen om, ondanks individueel weinig capaciteit te hebben, sector breed toch een gebundeld geluid te laten horen. Zij beheren (per 01-07-2023) namens 250 leden circa zo'n 380 miljard Euro.

Ten opzichte van de situatie in Nederland is er in de bovengenoemde landen in absolute zin een grotere mate van coördinatie. De hoeveelheid beheerd vermogen speelt hier echter wel een belangrijke rol in. Over het algemeen ligt dit bij (middelgrote) Nederlandse pensioenfondsen hoger. Een (kleiner) Nederlands samenwerkingsverband tussen enkele middelgrote pensioenfondsen kan hierdoor in mate van beheerd vermogen groter zijn dan een grootschalige samenwerking tussen middelgrote fondsen in een ander land.

Er kan natuurlijk ook worden gekozen om een initiatief kleinschalig te houden om op die manier beter aan te sluiten bij specifieke voorkeuren voor engagement-thema's, maar, zoals ook onderschreven door een aantal van de respondenten, vinden pensioenfondsen in Nederland en hun deelnemers in toenemende mate dezelfde thema's belangrijk. Er kunnen vanwege de achterban vanzelfsprekend kleine verschillen zijn op welke sector het thema betrokken wordt, maar de thema's in brede zin zoals klimaatverandering en biodiversiteit sluiten vaak aan bij de normen en waarden die door elk pensioenfonds worden gedeeld.

Onderstaand overzicht geeft de meest in het oog springende samenwerkingen van Nederlandse pensioenfondsen weer. Samenwerkingsverbanden focussen zich soms op hetzelfde thema, maar op een andere sector of op een ander schaalniveau. Soms wordt op kleinere schaal samengewerkt tussen partijen die een grootschalig samenwerkingsverband niet ambitieus genoeg vinden of weinig progressie zien. Een voorbeeld hiervan is de Dutch Climate Coalition (DCC) die, met gezamenlijke doelen, meer zichtbare en daadwerkelijke progressie nastreeft van de grootste uitstoters van CO₂-emissies dan ClimateAction100+. Een veelgehoorde kritiek op ClimateAction100+ is dat de missie is verwaterd naarmate met name Amerikaanse vermogensbeheerders met lagere ambities toetraden. Een engagementsamenwerking op kleinere schaal zou een uitkomst kunnen bieden voor, op ESG-thema's, ambitieuzere pensioenfondsen.

Initiatief	Type	Toelichting
Dutch Engagement Network (DEN)	Thematisch	Samenwerking tussen pensioenfondsen Horeca, Detailhandel en Ahold Delhaize om dialoog te voeren op thema's die aansluiten bij SDG's 7 (betaalbare en duurzame energie); 12 (verantwoorde consumptie en productie); 13 (klimaatactie). Engagement heeft een wereldwijde focus en richt zich momenteel op watergebruik en circulaire economie.
Global Real Estate Engagement Network (GREEN)	Thematisch	Een netwerk van institutionele beleggers in de vastgoedsector die, middels engagement, ervoor willen zorgen dat hun beleggingen de blootstelling aan eventuele klimaatarisico's beperken en zich bewegen naar een vergroening van de sector in lijn met de Parijsdoelstelling.
Eumedion	Thematisch	Belangenbehartiger van institutionele beleggers bij Nederlandse beursvennootschappen. Dit doen zij middels dialoog en ondersteuning in het proces van voting door 'stem-alerts' uit te geven. Jaarlijks wordt een beperkt aantal doelen geformuleerd. Eumedion focust zich hierbij op de thema's: Corporate Governance/Bevordering van goed ondernemingsbestuur; en Duurzaamheidsbeleid.
Vereniging van Beleggers voor Duurzame Ontwikkeling (VBDO)	Thematisch	De VBDO biedt naast o.a. benchmarks en kennisdeling ook engagementdiensten aan. Publiceert investor statements - in 2023 over plastic - en themastudies, bijvoorbeeld over biodiversiteit. Voert engagement op arbeidsomstandigheden.
↓		

Initiatief	Type	Toelichting
Platform Living Wage Financials (PLWF)	Thematisch	Samenwerking van institutionele beleggers waarin bedrijven aangesproken, beoordeeld en aangemoedigd worden om een leefbaar loon te bewerkstelligen in hun productieketen. Engagement bestaat uit dialoog, en waar dit onvoldoende effect heeft, wordt gekeken naar escalatie.
Dutch Climate Coalition (DCC)	Normatief	Samenwerking van Nederlandse institutionele beleggers. Probeert in lijn met door ClimateAction100+ en de <i>Institutional Investor Group on Climate Change</i> opgestelde doelen de transitie van de waardeketen van olie- en gasbedrijven in lijn te brengen met de doelstelling van 1.5° C opwarming. Zij hebben verregaandere doelstellingen en tijdspaden geformuleerd. Focust zich op de grootste gebruikers van fossiele brandstoffen.
Health Engagement Network (HEN)	Thematisch	Samenwerking van Pensioenfonds Huisartsen en Pensioenfonds Medewerkers Apotheken. Gefocust op duurzaamheidsthema's binnen de zorgsector, momenteel specifiek op het verminderen van afvalstromen en CO2-emissies. Zij focussen zich o.a. hierbij op SDG 11: Duurzame steden en gemeenschappen.
Diepe Spoor (IMVB-Convenant)	Thematisch	Reeds afgelopen (optionele) samenwerking tussen twaalf Pensioenfondsen die het IMVB-convenant hebben ondertekend, aangevuld met de Pensioenfederatie, zes ngo's, drie vakbonden en de overheid. Binnen het 'Diepe Spoor' hebben de aangesloten Pensioenfondsen zes casussen behandeld met de thema's: mijnbouw; palmolie; platformeconomie; micamijnen; tech-industrie en biodiversiteit.

Figuur 2: Nederlandse initiatieven op samenwerking

4.2

Wetgevingsperspectief

Er zijn grenzen aan hoe verregaand een samenwerking kan gaan. Pensioenfondsen hebben bij samenwerking namelijk te maken met nationale en Europese bedrijfswetgeving omtrent aandeelhoudersactivisme. Deze wetgeving is bedoeld om aandeelhoudersrechten te beschermen als een aandeelhouder een bepaalde positie op- of afbouwt. Daarbij gelden er ook regels voor samenwerking van aandeelhouders die zich gedragen als één aandeelhouder – *acting in concert*. Dezelfde bepalingen kunnen van toepassing zijn bij gezamenlijke engagement.

Er zijn Europese Richtlijnen op Overnamebiedingen, Acquisities in de financiële sector en Transparantie over aandeelhoudersinvloed op bedrijven. Lidstaten hebben een bepaalde mate van vrijheid bij het omzetten van deze richtlijnen in nationale wetgeving. Dit geldt met name voor de richtlijnen op Overname-

biedingen en Transparantie, waarbij minimum-harmonisatie geldt tussen EU-lidstaten. Dat betekent dat er verschil is in hoe streng de voorwaarden worden gehanteerd.

De Richtlijn op Overnamebiedingen gaat over veranderingen in de controle over het bedrijf. In bepaalde EU-lidstaten betreft deze controle niet alleen het opbouwen van een 'controlerend aandeel' dat de minderheid van aandeelhouders zou kunnen verdrücken, maar ook het opbouwen en uitoefenen van stemrechten om een gezamenlijk beleid of strategie te implementeren. De Richtlijnen over Transparantie en Acquisities hebben een breder beslag op het opbouwen van een aandelenpositie om aandeelhoudersinvloed uit te oefenen en zijn voor wat betreft engagementactiviteiten minder relevant.

De European Securities and Markets Authority (ESMA) geeft internationale investeerders die samen willen werken op engagement verheldering over acting in concert. Collectieve engagement op ESG-doelen buiten aandeelhoudersvergaderingen levert praktisch geen probleem op. Bij collectieve engagement binnen de context van (het bijeenroepen van) een aandeelhoudersvergadering ligt dit al veel gecompliceerder.

Uit de literatuur alsmede onze interviews komt naar voren dat sommige lidstaten strengere invulling geven aan de toelaatbaarheid van engagementsamenwerking op aandeelhoudersvergaderingen. Grofweg is er in landen waar een cultuur is van overleg tussen het bedrijfsleven en het maatschappelijk middenveld ook juridisch meer ruimte om dit gesprek gezamenlijk te voeren. Dat is sterk het geval in onder meer Nederland, Italië, het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk. In de Verenigde Staten woedt een politieke discussie of aandeelhouderssamenwerking in enige vorm vanuit mededingingsperspectief überhaupt is toegestaan.

Bindend stemadvies over een resolutie om een beleid van een bedrijf te veranderen komt zelfs in deze meest meegaande regimes dicht aan tegen *acting in concert*. Vandaar kiest Eumedion er bijvoorbeeld voor om 'alerts' af te geven van controversiële onderwerpen op de agenda van aandeelhoudersvergaderingen, zonder hier strikt genomen over te adviseren. Met enige creativiteit kan men dus vaak wel binnen de grenzen van de wet samen optrekken bij het stemmen op resoluties.

Afspraken om gezamenlijk te stemmen op resoluties over ESG-gerelateerde onderwerpen zijn ook lang niet overal toegestaan. De AFM stelt in de 'leidraad aandeelhouders' dat duurzaam gemeenschappelijk stembeleid, in de vorm van overleg dat kan uitmonden in het geven van stemvolmachten en steminstructies, toegestaan is. Bij het nadenken over gezamenlijke escalatiestappen in een engagementtraject is het dus goed om juridisch advies in te winnen over *acting in concert*-bepalingen binnen de jurisdictie waarin het bedrijf opereert.

5

Routes en aanbevelingen toekomstige samenwerking

Informatie, uitdagingen en wensen die naar voren kwamen in de interviews en de literatuur zijn in dit hoofdstuk omgezet tot concrete adviezen om pensioenfondsen te helpen om een effectievere en zichtbaardere engagement en voting op beleggingen vorm te geven. Uit de interviews komt duidelijk naar voren dat meer samenwerking hierop kan helpen om dat doel te bereiken. De Pensioenfederatie kan daar een rol in spelen. Er zijn mogelijke vervolgroutes benoemd met onderliggende concrete adviezen. De routes zijn allen gebaseerd op de wensen vanuit de sector. De hierop volgende routes van mogelijke verdere samenwerking tussen pensioenfondsen zijn elk op vrijwillige basis en kunnen kleinschalig beginnen. Door in samenwerking met pensioenfondsen, vakbonden en/of ngo's op een kleinschalige manier te beginnen, vergt het bewandelen van deze routes op de onderstaande manier geen extra capaciteit van de Pensioenfederatie.

Route 1: Leidraad Engagement voor de sector

Er is een vraag naar meer gezamenlijke principes voor engagement en voting ter bevordering van harmonisatie binnen de sector. De vorm te geven principes zijn gefocust op doelstellingen, monitoring, rapportages en evaluatie.

De principes rondom monitoring en rapportage kunnen in de vorm van een 'standaard' voor de rapportage van engagementactiviteiten, mijlpalen en tijdslijnen en middels het opstellen van normatieve maatstaven rondom transparantie over engagement en stembeleid. Principes rondom evaluatie kunnen worden vormgegeven in KPI's. Hierdoor kan de effectiviteit van de uitgevoerde engagement beter gemeten en vergeleken worden.

Harmonisatie kan bewustzijn en inzicht vergroten rondom het eigen stemgedrag, of dit stemgedrag en de uitgevoerde engagement daadwerkelijk in lijn is met het eigen MVB-beleid en of deze effectief is. Dit kan bijdragen aan reputatiemanagement; het uitwisselen van gezamenlijke obstakels rondom engagement en voting, en het vergelijken van uitgevoerde engagements tussen verschillende pensioenfondsen.

- ▶ *De Pensioenfederatie stelt in samenwerking met de werkgroep Maatschappelijk Verantwoord Beleggen een Leidraad Engagement op waarin wordt gekeken naar gezamenlijke principes rondom engagement en voting.*

Route 2: Thematische engagementsamenwerking

Er bestaat veel interesse voor nieuwe thematische engagementsamenwerking van pensioenfondsen en mogelijk ngo's en vakbonden. De samenwerking kan voortbouwen op de ervaringen en kennis van het Diepe Spoor van het IMVB-convenant. Pensioenfondsen hebben door het samenwerkingsverband als belegger de mogelijkheid om directer betrokken te zijn bij enkele engagements en om te leren van elkaar en andere aangesloten organisaties.

De samenwerking zal de engagement niet alleen kracht bijzetten, maar kan tevens bijdragen aan interne kennis over engagement bij de aangesloten pensioenfondsen. De aanwezigheid van de aandeelhouder aan tafel kan ook een duidelijk signaal zijn naar de ondernemingen waarop engagement wordt gedaan dat de uitgevoerde engagement serieus wordt genomen.

Om overlap met bestaande initiatieven te voorkomen, is het belangrijk dat de thematische samenwerking wordt gestart op een onderwerp (zoals arbeidsrechten of circulaire economie) of beleggingscategorie (zoals staatsobligaties) waarop nog geen engagementtrajecten lopen.

- ▶ *De Pensioenfederatie verkent een nieuwe thematische engagementsamenwerking in de sector en kan hierbij het secretariaat voeren of een onafhankelijk secretariaat instellen.*

De pilot van een eerste thematische engagementsamenwerking kan als vliegwiel werken voor een bredere, structurele, collectieve, thematische engagement. Er wordt praktijkervaring opgedaan over hoe het best wordt samengewerkt. Om deze kennisopbouw te bestendigen en uit te bouwen naar brede samenwerking, is een strategischere blik nodig op collectieve thematische engagement.

Op bestuurlijk niveau zouden de kansen en mogelijkheden moeten worden bekeken voor fondsen om door samenwerking effectievere engagement vorm te geven. Dit brengt governance- en financieringsvraagstukken met zich mee over de opzet, besluitvorming, kostenverdeling en onafhankelijkheid.

6

Literatuur

-
- *Aanpak convenant pensioenfondsen.* (z.d.). <https://www.imvoconvenanten.nl/nl/pensioenfondsen/convenant/aanpak>
 - *Ahold Delhaize Pensioen sluit zich aan bij DEN.* (2021, 19 oktober). <https://www.aholddelhaizepensioen.nl/actueel/nieuws/ahold-delhaize-pensioen-sluit-zich-aan-bij-den>
 - Balp, G. S., & Strampelli, G. (2022). Institutional Investor ESG Engagement: the European Experience. *European Business Organization Law Review*, 23(4), 869–904. <https://doi.org/10.1007/s40804-022-00266-y>
 - Clark, G. L., & Hebb, T. (2004). Pension Fund Corporate engagement. *Relations industrielles*, 59(1), 142–171. <https://doi.org/10.7202/009130ar>
 - *Convenant Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen Pensioenfondsen.* (2018, december). IMVO-convenanten. <https://www.imvoconvenanten.nl/nl/pensioenfondsen/convenant/-/media/4AA542BCD-CF54951897393D18ED20446.ashx>
 - *Creating value for investors and companies: Individual versus Collective ESG engagement.* (z.d.). PRI. <https://www.unpri.org/research/creating-value-for-investors-and-companies-individual-versus-collective-esg-engagement/3062.article>
 - *CSRD - dubbele materialiteitsbeoordeling.* (z.d.). PwC. <https://www.pwc.nl/nl/themas/sustainability/esg/corporate-sustainability-reporting-directive/csr-double-materiality-assessment.html>
 - *CSRD: EU-duurzaamheidsrapportage.* (z.d.). www.ser.nl. <https://www.ser.nl/nl/thema/duurzaamheid/eu-duurzaamheidsrapportage>
 - *De Nederlandse Corporate Governance Code.* (z.d.). <https://open.overheid.nl/>. <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-87d845fa4da71671d8ff753bea7b8ba72463103e/pdf>
 - Dey, A., Starkweather, A., & White, J. T. (2021). Proxy advisory firms and corporate shareholder engagement. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3871948>

- *Engagement – Centraal Beheer APF*. (2023, 11 januari). Centraal Beheer APF. <https://centraalbeheerapf.nl/over-ons/vermogensbeheer-maatschappelijk-verantwoord/engagement/>
- *Ethos milestones | ETHOS - Swiss Foundation for Sustainable Development*. (z.d.). <https://www.ethosfund.ch/en/historique-en>
- *Eumedion*. (z.d.). *Nederlandse Stewardship Code*. <https://www.eumedion.nl/>. <https://www.eumedion.nl/clientdata/215/media/clientimages/2018-07-nederlandse-stewardship-code-nl-versie.pdf?v=191119160245>
- *Handreiking Principes Fiduciair Beheer*. (2015, april). Dufas. https://www.dufas.nl/site/assets/files/1242/handreiking_pfb.pdf
- *Investors | Climate Action 100+*. (z.d.). *Climate Action 100+*. <https://www.climateaction100.org/whos-involved/investors/page/4/>
- *Leidraad aandeelhouders*. (2014). AFM. https://www.afm.nl/~/_profmedia/files/wet-regelgeving/beleidsuitingen/leidraden/leidraad-aandeelhouders.pdf
- Ministerie van Economische Zaken en Klimaat. (2023, 31 januari). *Corporate Governance Code 2022*. Code | Monitoring Commissie Corporate Governance. <https://www.mccg.nl/publicaties/codes/2022/12/20/corporate-governance-code-2022>
- *Overstijgende geleerde lessen casussen diepe spoor*. (2023). IMVO-Convenanten. <https://www.imvoconvenanten.nl/-/media/imvo/files/pensioenfondsen/geleerde-lessen-casussen-diep-spoor.pdf?la=nl&hash=FE3D43C52869480F3ADF956D42F7C456>
- *Public statement concerning shareholder cooperation and acting in concert*. (2019). ESMA. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma-2014-677-rev_public_statement_concerning_shareholder_cooperation_and_acting_in_concert.pdf
- *Publicaties convenant pensioenfondsen*. (z.d.). IMVO-convenanten. <https://www.imvoconvenanten.nl/nl/pensioenfondsen/convenant/publicaties>
- *Richtlijn openbaar overnamebod*. (2004). EUR-lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004L0025>
- *Richtlijn transparantie-eisen*. (2013). EUR-lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013L0050>

- *Richtlijn vergrotingen deelnemingen financiële sector.* (2009). EUR-lex. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32007L0044>
- Strine, L. E. (2020). Stewardship 2021: The centrality of Institutional investor regulation to restoring a fair and sustainable American Economy. *Social Science Research Network*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3719145>
- The Editorial Board. (2023, 12 juli). Cracking the proxy advisory duopoly. *WSJ*. <https://www.wsj.com/articles/proxy-advisory-firms-glass-lewis-institutional-shareholder-services-esg-investing-761e044f>
- The Harvard Law School Forum on Corporate Governance. (2018, 7 november). *Are proxy advisors really a problem?* <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/11/07/are-proxy-advisors-really-a-problem/>
- *VBDO Investor statement plastics.* (2023). VBDO. https://www.vbdo.nl/wp-content/uploads/2023/10/VBDO-Investor-statement-plastics_17-10-2023.docx.pdf
- Van Bijleveld, V. (2023, 18 december). *Members - GREEN.* GREEN. <https://green-engagement.org/members/>
- *Wet op het financieel toezicht.* (2024). <https://wetten.overheid.nl/>. <https://wetten.overheid.nl/BWBR0020368/2024-01-01>