

De rol van engagement in duurzaam beleggen

In het kort De AFM vindt het belangrijk dat beleggers die duurzaam willen beleggen kunnen beschikken over betrouwbare informatie. Hierbij past onder meer een realistisch beeld van de rol die engagement binnen een duurzame beleggingsstrategie kan spelen: wat kunnen we wel en niet van dit instrument verwachten? Deze verkenning kijkt meer specifiek naar hoe vermogensbeheerders invulling geven aan hun engagement en de effectiviteit ervan. We laten zien dat wetenschap en praktijk verschillende perspectieven op het begrip effectiviteit hebben. Ook constateren we dat effectiviteit lastig is aan te tonen, maar dit hoeft niet weg te nemen dat engagement een waardevol instrument binnen een duurzame beleggingsstrategie kan zijn. Daarbij wordt een viertal inzichten gegeven die behulpzaam kunnen zijn bij het duidelijk onderbouwen van de value case voor engagement. Tot slot worden tien factoren geïdentificeerd die kunnen bijdragen aan het succes van engagement.

Auteurs: Mark Teunissen en Gerko Wessel

Publicatiedatum: juni 2025

Inhoudsopgave

Inleiding	3		
Managementsamenvatting	4		
1. Engagement als instrument voor duurzaam beleggen	7		
1.1 Engagement maakt deel uit van een breder instrumentarium	7		
1.2 Voor engagement bestaan verschillende motivaties	9		
1.3 Engagement krijgt vorm in een netwerk van actoren	9		
2. Effectiviteit van engagement	11		
2.1 Perspectief vanuit de wetenschap is gericht op empirisch bewijs	11		
2.2 Perspectief vanuit de praktijk redeneert vanuit een theory-of-change	13		
3. Succesfactoren voor engagement	15		
3.1 Duidelijk opdrachtgeverschap vanuit de asset-owner is noodzakelijk	16		
3.2 Groot aandelenbelang in de onderneming creëert legitimiteit	16		
3.3 Professioneel engagement proces vraagt voldoende capaciteit en middelen	17		
3.4 Kennis van het bedrijfsmodel van de onderneming en ESG-expertise is vereist	17		
3.5 Gecoördineerde samenwerking kan de effectiviteit vergroten	17		
3.6 Gevraagde hervormingen zijn gericht en haalbaar	18		
		3.7 Kwaliteit van engagementactiviteiten moet prevaleren boven kwantiteit	18
		3.8 Geloofwaardige dreiging van escalatie is essentieel	19
		3.9 Versterk engagement door hefboomen te activeren	20
		3.10 De onderneming staat open voor engagement	20
		Literatuurlijst	23

Inleiding

Een belangrijke manier voor vermogensbeheerders om invulling te geven aan duurzaam beleggen is via zogeheten ESG-engagement.

Hierbij gebruikt de vermogensbeheerder zijn positie als aandeelhouder om ondernemingen tot duurzamer gedrag te bewegen. Engagement vormt vaak een aanvulling op een andere pijler onder een duurzame beleggingsstrategie, te weten verschillende vormen van selectie binnen het beleggingsuniversum: het uitsluiten van vervuilende ondernemingen of juist het insluiten van duurzame ondernemingen. Hoewel binnen duurzaam beleggen veelal de nadruk wordt gelegd op klimaatveranderingsgerelateerde aspecten, hanteren we in deze verkenning het brede 'ESG' duurzaamheidsbegrip dat zowel milieu (E), sociale (S) en governance (G) aspecten omvat.

Betrouwbare informatie voor duurzaam beleggen is een belangrijk aspect van het AFM-toezicht op duurzaamheid.

Beleggers moeten over voldoende en betrouwbare informatie beschikken om hun ESG-voorkeuren te kunnen meewegen. Voorkomen moet worden dat een mismatch ontstaat tussen verwachtingen van duurzame beleggers en de daadwerkelijke ESG-prestaties van hun beleggingen. Het is dus van belang dat beleggers een realistisch beeld hebben van de rol die engagement in een duurzame beleggingsstrategie kan vervullen. De toonzetting in engagementrapportages van vermogensbeheerders is dat de bijdrage van engagement aan hun duurzame beleggingsdoelstellingen over het algemeen als succesvol is aan te merken. Om de waarde van dergelijke claims beter te kunnen beoordelen, is allereerst meer inzicht nodig in hoe engagement daadwerkelijk werkt en wat we wel en niet van het instrument kunnen verwachten.

Deze verkenning beoogt inzicht te geven in de werking van engagement door vermogensbeheerders, de effectiviteit ervan en de factoren die het succes van ESG-engagement beïnvloeden.

De in deze verkenning opgenomen bevindingen zijn gebaseerd op een onderzoek dat bestond uit een uitgebreide analyse van de academische literatuur over ESG-engagement en een twintigtal interviews. De interviews zijn gevoerd met (academische) experts op het gebied van duurzaam beleggen en ESG-engagement, met samenwerkingsverbanden van duurzame beleggers en met engagementspecialisten van vermogensbeheerders.

Leeswijzer

Deze verkenning is als volgt opgebouwd. Na de management-samenvatting introduceert hoofdstuk 1 engagement in meer detail en positioneert het engagement in het bredere instrumentarium voor duurzaam beleggen. In hoofdstuk 2 wordt ingegaan op de effectiviteit van engagement en de uitdagingen die spelen bij het meten daarvan. Hoofdstuk 3 bespreekt de factoren die het succes van engagement kunnen bevorderen.

Managementsamenvatting

Effectiviteit van engagement

Engagement is voor vermogensbeheerders een belangrijk instrument om invulling te geven aan hun duurzame beleggingsstrategie. Het vergt aanzienlijke capaciteit, middelen en mensen en is daarmee een serieuze activiteit van vermogensbeheerders.

Praktijk en wetenschap hebben verschillende perspectieven op de effectiviteit van engagement. Het empirisch-wetenschappelijk perspectief kent (logischerwijs) een sterke focus op objectieve meetbaarheid van effecten. Empirisch onderzoek duidt op een (licht) positief effect op het ESG-gedrag van een onderneming door engagement. Zo zijn er bijvoorbeeld aanwijzingen dat engagement de disclosure van ondernemingen over klimaatrisico's verbetert. Ook lijkt engagement de beheersing van ESG-risico's en langs die band de financiële prestaties van de onderneming – gematigd – positief te kunnen beïnvloeden (financiële materialiteit). Tegelijkertijd komt uit de wetenschappelijke literatuur beperkt empirisch bewijs naar voren voor real-world-impact van engagement (impactmaterialiteit). Het feit dat eventuele effecten nooit causaal aan engagement activiteiten kunnen worden toegeschreven, maakt het meten hiervan ook intrinsiek moeilijk. De afwezigheid van een aantoonbare causale relatie impliceert dat bij het claimen van positieve effecten van engagement voorzichtigheid is geboden.

Vermogensbeheerders stellen deze meetbaarheid minder centraal. Zij hanteren veel meer een perspectief waarin ze hun inspanningen plaatsen binnen een theory-of-change en op basis daarvan hun effectiviteit ontlenen. Binnen dat perspectief wordt succes afgemeten aan bijvoorbeeld het committeren van een onderneming aan betere informatieverstrekking over een bepaald ESG-thema of een belofte om op lange termijn *net zero* te bereiken.

Hoewel effectiviteit moeilijk is aan te tonen, is het niet onaannemelijk dat engagement bijdraagt aan een duurzame beleggingsstrategie. Gegeven ook de meetproblemen wordt met een eis van harde (empirische) onderbouwing van effectiviteit de lat mogelijk onredelijk hoog gelegd. Engagement kan indirecte, meer langetermijneffecten hebben die (vooralsnog) moeilijk zijn te meten en te kwantificeren. Specifieke ESG-bevorderende maatregelen gericht op bijvoorbeeld versterking van de informatieverstrekking, de governance of beleid zijn nuttige, kleine stappen vooruit en vormen een push in de goede richting. De veronderstelling dat ze uiteindelijk real-world-impact hebben, is niet onlogisch.

Een zorgvuldige toonzetting van engagementrapportages is van belang, zodat geen onterechte verwachtingen over de (aard van) effectiviteit worden gewekt. Veel engagementrapportages openen met het uitspreken van de ambitie om met engagement real-world-impact te realiseren. Hoewel attributie van dit type impact (dat wil zeggen een claim van causaliteit) wordt vermeden, kunnen de door sommige vermogensbeheerders uitgelichte casestudies en de gerapporteerde *success rates* – bij elkaar opgeteld – mogelijk wel een suggestie wekken van enige mate van causaliteit. Experts zien dan ook een risico dat een dergelijke wervende toonzetting bij beleggers onterechte verwachtingen kan wekken. Overigens kenmerken de rapportages zich door een variëteit aan benaderingen en definities en wisselen ze sterk in diepgang en vorm. Dit gebrek aan eenduidigheid maakt de vergelijkbaarheid moeilijk.

Succesfactoren onder de loep

Onze analyse laat zien dat het laten prevaleren van de kwaliteit van de engagementinspanningen boven de kwantiteit een prominente succesfactor is. Om als vermogensbeheerder tot een serieuze dialoog met de onderneming te komen, is een diepe kennis van het bedrijfsmodel van de onderneming nodig en begrip van hoe de duurzaamheidstransitie hierop aangrijpt. Ook is kennis nodig van hoe de onderneming zich verhoudt ten opzichte van zijn *peers* en van de stappen die nodig zijn om door te ontwikkelen in de transitie (know-what-you-own). Dit maakt engagement tot een kennis- en capaciteitsintensief proces. Daardoor is het voor een vermogensbeheerder onmogelijk om over de gehele portefeuille te engagen. Een belangrijke succesfactor voor de kwaliteit van engagement is dan ook om de engagementinspanningen tot een selecte groep van ondernemingen te beperken en zich te concentreren op een beperkt aantal specifieke ESG-thema's.

Een andere succesfactor is een geloofwaardige dreiging van escalatie, als de engagement-inspanningen niet tot het gewenste resultaat leiden. Uitsluiting is de zwaarste vorm van escalatie, maar bij deze aanpak kunnen kanttekeningen worden geplaatst.

De dreiging die hiervan uitgaat lijkt zeker bij grote beursgenoteerde ondernemingen gering. Zolang er voldoende vraag naar het aandeel blijft en dus andere beleggers zullen instappen, zal het effect op de kapitaalkosten van de onderneming beperkt zijn en daarmee de 'pijn' gering. Dit gebrek aan dreiging kan een belemmering vormen voor de algehele effectiviteit van de engagementdialoog. Engagement op andere activacategorieën dan beursgenoteerd aandelenvermogen is mogelijk kansrijker. Als voorbeelden worden genoemd private equity, waarbij de relatie tot het management veel directer is, en schuldfinanciering waarbij belemmeringen bij herfinanciering van schuld wellicht meer 'echte pijn doet'.

Engagement kan bijdragen aan transitiefinanciering, maar kent een verklaarbare selectiebias. Hierdoor richt engagement zich beperkt op echte 'achterblijvers' in de transitie. In de praktijk geven vermogensbeheerders aan dat zij hun engagementprogramma's vooral richten op ondernemingen die gemotiveerd zijn om de duurzaamheidstransitie te maken en daardoor openstaan voor engagement. In theorie is het hierdoor mogelijk dat de onderneming de door engagement gevraagde maatregelen sowieso wel zou treffen, hetgeen de effectiviteit van engagement kan vertekenen. Omdat engagement capaciteitsintensief is, is het niettemin ook logisch dat de focus in eerste instantie ligt bij partijen die daadwerkelijk ontvankelijk zijn voor een dialoog. Doordat engagement zich vooral richt op bedrijven die onderweg zijn naar 'groen', kan het worden aangemerkt als een instrument dat bijdraagt aan transitiefinanciering. Kanttekening is wel dat het instrument door de selectiebias echte achterblijvers in de transitie beperkt bereikt.

Nieuwe transparantieregels voor ondernemingen zoals de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) kunnen engagement ondersteunen, maar vermogensbeheerders plaatsen ook kanttekeningen. De CSRD kan engagement vergemakkelijken doordat meer data over ESG-prestaties van meer bedrijven beschikbaar komt; data die nu alleen nog door een voorhoede van bedrijven wordt geleverd. De verplichte standaarden zorgen ook voor meer vergelijkbaarheid en consistentie waardoor het gemakkelijker wordt ESG-prestaties te vergelijken. Dit kan helpen bij het identificeren van bedrijven voor engagement en bij het monitoren van de ESG-vorderingen van bedrijven. Potentieel leidt dit er ook toe dat vermogensbeheerders hun engagementinspanningen in de toekomst minder op het verbeteren van ESG-disclosure hoeven te richten en deze kunnen verleggen naar andere doelstellingen. Toch plaatsen vermogensbeheerders ook kanttekeningen. CSRD-compliance vraagt grote inspanning van ondernemingen en dit kan ten koste gaan van hun capaciteit om invulling te geven aan engagement. Om via engagement op de transitie te sturen verwachten vermogensbeheerders ook in de toekomst – aanvullend op de openbare verslaggeving – behoefte te houden aan additionele ESG-data over en een verdiepende dialoog met ondernemingen.

Uitdagingen en kansen

Het negatievere sentiment rond ESG levert uitdagingen voor engagement op, maar biedt ook kansen. In de VS – en in mindere mate in Europa – is het sentiment ten aanzien van het nastreven van duurzaamheidsdoelstellingen via het beleggingsbeleid een stuk negatiever geworden. Vermogensbeheerders geven aan dat deze ‘ESG-backlash’ ertoe kan leiden dat bij ondernemingen in de VS bepaalde onderwerpen niet meer ‘engageable’ zijn (denk aan diversiteit of expliciete klimaatcommitments). De engagementaanpak zal hierdoor geografisch meer gediversifieerd moeten worden, hetgeen op gespannen voet staat met het eerdergenoemde belang van ‘focus’ in de engagement. De ESG-backlash biedt niettemin ook kansen: kritischere bejegening van duurzaam beleggen is uiteindelijk gunstig voor vermogensbeheerders met een overtuigende, realistische engagementstrategie die daadwerkelijk de toegevoegde waarde kunnen bieden die asset-owners op ESG-gebied zoeken.

De kritischere houding ten aanzien van duurzaam beleggen en de eerder benoemde complexiteit rondom het aantonen van effectiviteit, verhogen de druk op vermogensbeheerders om de value case voor engagement te verduidelijken en nog beter te onderbouwen. Het gaat daarbij concreet om het inzichtelijk maken van de middelen die worden ingezet voor engagement en de wijze waarop deze middelen bijdragen aan de met engagement beoogde doelen.

Specifiekere rapportage over engagementinspanningen kan helpen om het inzicht in de value case voor engagement te versterken.

Uit de verkenning volgen vier inzichten die hieraan zouden kunnen bijdragen:

- **Maak duidelijk hoe engagement is ingebed in de totale duurzame beleggingsstrategie.** Laat hiermee bijvoorbeeld zien dat de engagement consistent is met de overkoepelende investment beliefs, keuzes in het beleggingsuniversum (selectie/exclusie) en de uitoefening van het aandeelhoudersstemrecht.

- **Wees transparant over de engagementmethodologie.** Denk daarbij aan transparantie over welke theory-of-change wordt gehanteerd met welke tijdschik, hoe de door de onderneming te zetten incrementele stappen hierin passen en wat de consequenties zijn als de onderneming onvoldoende voortgang boekt ten aanzien van deze stappen.
- **Specificeer de materialiteit waarop met de engagementactiviteiten primair wordt gestuurd.** Wordt met een activiteit vooral risicobeheersing of (ook) real-world-impact nagestreefd?
- **Vershaf meer inzicht in de aard en kwaliteit van de engagement.** Met wie voer je bijvoorbeeld de dialoog (CEO of investor relations officer?) en wat is de mate van betrokkenheid in de dialoog (uitbesteding aan een service provider of actieve bilaterale kennisuitwisseling?).

Tot slot is engagement gebaat bij een omgeving waarbij (prijs) prikkels beter in lijn zijn met de nagestreefde doelstellingen. De institutionele omgeving waarin engagement plaatsvindt, slaagt er tot op heden nog onvoldoende in om de werkelijke milieu- en maatschappelijke kosten van economische activiteiten te beprijzen (externaliteiten). Denk hierbij bijvoorbeeld aan gevolgen voor klimaat en biodiversiteit. Zolang dit marktfalen niet beter wordt geadresseerd, ontbreken belangrijke prijsprikkels om verduurzaming (extra) lonend maken. In deze context kan van engagement nooit maximale effectiviteit worden verwacht. Via *field building* – een verzamelnaam voor engagementactiviteiten die via interactie met stakeholders buiten de onderneming het gedrag van een onderneming willen beïnvloeden – kan de overheid worden geactiveerd om deze externaliteiten te normeren of te beprijzen.

1. Engagement als instrument voor duurzaam beleggen

In dit hoofdstuk plaatsen we engagement in een bredere context.

We gaan in op hoe engagement past in het bredere instrumentarium voor duurzaam beleggen, wat de onderliggende motivaties zijn voor engagement en hoe het in de praktijk vorm krijgt.

1.1 Engagement maakt deel uit van een breder instrumentarium

Duurzaam beleggen is een beleggingsvorm waarbij beleggers zowel duurzaamheidsrisico's als duurzaamheidsimpact meewegen in hun investeringskeuzes. Dit tweezijdige perspectief van beleggers wordt gevangen in de begrippen financiële materialiteit en impactmaterialiteit. Ofwel, de invloed die duurzaamheidsrisico's

hebben op de waarde van beleggingsportefeuilles (financieel) en de duurzaamheidsinvloed van de beleggingsportefeuilles op de omgeving (impact).

Duurzame beleggingen kunnen zich richten op verschillende asset classes. Deze kunnen betrekking hebben op investeringen in eigen vermogen (*equity*) en vreemd vermogen (*debt*) en geëffectueerd worden via publieke en private markten (figuur 1.1). In deze verkenning wordt binnen deze opties ingezoomd op de beleggingen in het aandelenvermogen van beursgenoteerde ondernemingen (de deelmarkt van *public equity*) en hoe deze specifieke investeringsrelatie kan worden benut om het ESG-gedrag van de onderneming te beïnvloeden.

Figuur 1.1: Duurzame investeringen kunnen zich richten op verschillende asset classes

Duurzame investeringsopties				
Equity (eigen vermogen)		Debt (vreemd vermogen)		
	Public 🔍	Private	Public	Private
Entiteit die investering ontvangt (investee)	Beursgenoteerde onderneming	Private onderneming	- Overheden - Beursgenoteerde onderneming - Private onderneming	- Beursgenoteerde onderneming - Private onderneming
Investeringsrelatie	Eigenaar (partieel)	Eigenaar (volledig of partieel)	Contractuele relatie (lening)	Contractuele relatie (lening)
Termijn van relatie	Ongelimiteerd	Ongelimiteerd (bij private equity funds in de praktijk 7-15 jaar)	Gelimiteerd door looptijd obligatie	Gelimiteerd door leningvoorwaarden

Bron: gebaseerd op PRI (2019), bewerking AFM

Figuur 1.2: ESG-engagement is ingebed in een breder instrumentarium voor duurzaam beleggen

ESG-incorporatie			Actief aandeelhouderschap (stewardship)	
ESG-criteria betrekken in het samenstellen van een beleggingsportfolio			Interactie tussen beleggers en uitgevende ondernemingen over ESG-thema's, waarbij beleggers hun rol als aandeelhouder benutten om het gedrag van deze ondernemingen te beïnvloeden	
Integreren	Screening	Thematisch	Engagement 	Uitoefenen stemrecht
ESG-criteria (naast financiële criteria) meewegen bij het sturen op risico en rendement van de portefeuille	Filteren van potentiële investeringen op basis van ESG-criteria met als doel in- of uitsluiten van individuele ondernemingen	Een portefeuille samenstellen met de intentie een specifieke milieu- of sociale uitkomst te behalen	Belegger gaat dialoog met de ondernemingen aan over ESG-thema's via brieven, overleg etc.	Het stemmen op, of het indienen dan wel steunen, van ESG-gerelateerde voorstellen bij aandeelhoudersvergaderingen

Bron: gebaseerd op PRI (2021), bewerking AFM

Binnen het instrumentarium voor duurzaam beleggen kunnen twee hoofdcategorieën worden onderscheiden: **ESG-incorporatie en actief aandeelhouderschap**. ESG-incorporatie heeft betrekking op het meewegen van ESG-criteria bij het samenstellen van een beleggingsportfolio en wordt daarom ook wel aangeduid als een *pre-investment* strategie. Actief aandeelhouderschap (ook wel aangeduid als *stewardship*) duidt op activiteiten waarbij de belegger het aandeelhouderschap benut om de onderneming waarin wordt belegd, aan te zetten tot duurzamer gedrag (figuur 1.2) (PRI, 2021). Traditioneel richtte dergelijk actief aandeelhouderschap zich in algemene zin op verbetering van de financiële prestaties, de strategie en de governance van de onderneming. In deze verkenning staat het actief aandeelhouderschap dat zich richt op de ESG-prestaties centraal.

Centraal binnen ESG-incorporatie staat het instrument van 'selectie en uitsluiting'. Selectie behelst keuzes in het insluiten van duurzame ondernemingen in het beleggingsuniversum of het juist uitsluiten van (bijvoorbeeld) vervuilende ondernemingen. Bij selectie worden alleen ondernemingen met een bepaalde minimum ESG-prestatie in overweging genomen. Bij uitsluiting komen ondernemingen uit controversiële sectoren – denk aan tabak, wapens of sectoren met een hoge CO₂-uitstoot – of ondernemingen waarbinnen controversies spelen überhaupt niet in aanmerking voor opname in de portefeuille. Eerder AFM-onderzoek plaatste als kanttekening bij de effectiviteit van uitsluitingsstrategieën, dat uitsluiting door individuele investeerders in de praktijk zelden tot financieringsrestricties lijkt te leiden voor een beursgenoteerde onderneming (AFM, 2022).

Binnen actief aandeelhouderschap gericht op duurzaamheid is engagement een belangrijk instrument. ESG-engagement betreft de dialoog die beleggers voeren met de ondernemingen in de aandelenportefeuille met als doel hun ESG-prestaties te verbeteren. Bij engagement sluiten beleggers niet-duurzame ondernemingen of ondernemingen in transitie niet uit, maar proberen ze deze vanuit hun aandeelhoudersrelatie juist aan te sporen tot verduurzaming. Het andere instrument binnen actief aandeelhouderschap is het inzetten van het stemrecht op de aandeelhoudersvergaderingen. De grondslag voor het actief aandeelhouderschap is deels wettelijk verankerd en deels gebaseerd op vrijwillige commitments, onder meer vastgelegd in zogenoemde *stewardshipcodes*.

Engagement beslaat een grote verscheidenheid aan activiteiten en kent een escalatie hiërarchie. De dialoog met ondernemingen over ESG-gerelateerde issues kan vele vormen aannemen, variërend van het sturen van brieven tot aan formeel overleg met bestuurders. In engagementactiviteiten zit over het algemeen een escalatie hiërarchie. De escalatie kan ultiem uitmonden in het afbouwen van de aandelenpositie of zelfs uitsluiting (zie bijvoorbeeld Bosma et al., 2022).

1.2 Voor engagement bestaan verschillende motivaties

ESG-engagement kan worden ingegeven door een mix van motivaties. Hierbij zijn te onderscheiden (gebaseerd op PRI, 2022):

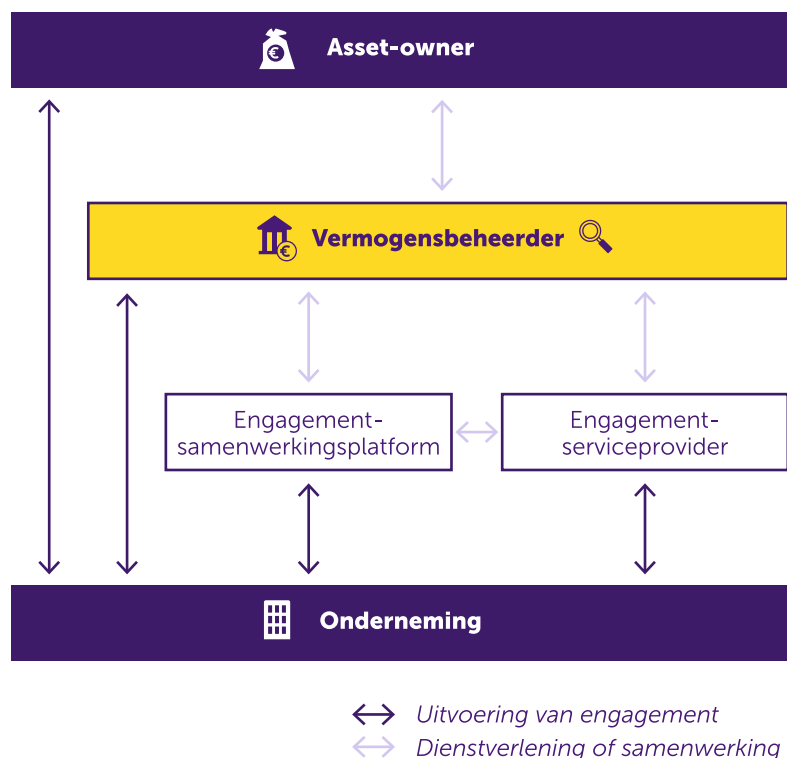
- *Financiële materialiteit.* Door via engagement te sturen op een goede beheersing van ESG-risico's wordt het financieel rendement van de onderneming bewaakt.
- *Impactmaterialiteit.* Door via engagement het gedrag van de onderneming te beïnvloeden (denk aan CO₂-reductie of het respecteren van vakbondsrechten) kan gestuurd worden op specifieke ESG-impact. Door in te zetten op het verminderen van de CO₂-uistootreductie van de onderneming kan bijvoorbeeld worden gestreefd naar reële impact op klimaatverandering.

- *Fiduciële verantwoordelijkheid.* Door via engagement te sturen op een duurzaam, toekomstbestendig bedrijfsmodel wordt de lange termijn waardecreatie van ondernemingen bevorderd. Dit is in het belang van de asset-owner, waarmee de vermogensbeheerder invulling geeft aan zijn fiduciële verantwoordelijkheid.
- *Compliance.* Engagement kan compliance-gedreven zijn in de zin dat vermogensbeheerders *moeten* voldoen aan wettelijke kaders rond verantwoord aandeelhouderschap of *willen* voldoen aan vrijwillige sectorinitiatieven.
- *Publieke opinie.* Druk vanuit klanten, politiek en maatschappij – al dan niet versterkt door mediacampagnes van bijvoorbeeld ngo's – kan aanleiding zijn om ESG-engagement op te pakken of te intensiveren (denk aan pensioendeelnemers die een duurzamer beleggingsbeleid van hun pensioenfonds verlangen).

1.3 Engagement krijgt vorm in een netwerk van actoren

Asset-owners kunnen (onderdelen van) hun engagementproces uitbesteden aan vermogensbeheerders. Met name de grotere asset-owners (bijvoorbeeld een pensioenfonds of verzekeraar) bepalen zelf hun duurzaam beleggingsbeleid, inclusief het engagementbeleid, maar de implementatie van het beleid wordt veelal uitbesteed aan andere actoren zoals een vermogensbeheerder (figuur 1.3). Vervolgens heeft de vermogensbeheerder weer de keuze om de engagementdialoog geheel of gedeeltelijk – bijvoorbeeld alleen voor een specifiek ESG-thema – uit te besteden aan een engagement serviceprovider. In sommige gevallen worden vermogensbeheerders en/of engagement serviceproviders ook verantwoordelijk gemaakt voor het opstellen van het engagement beleid (Wagemans et al., 2018).

Figuur 1.3: Meerdere actoren geven vorm aan engagement



Bron: gebaseerd op Wagemans et al. (2018), bewerking AFM

ESG-engagement wordt veelal vormgegeven in samenwerkingsverbanden. Door samen te werken wordt expertise gebundeld en kan de gezamenlijke aandeelhoudersmacht worden benut. Institutionele beleggers werken in Nederland voor hun engagement bijvoorbeeld samen in branchevereniging Eumedion. Ook op internationaal niveau bestaan verschillende platformen voor samenwerking. Een voorbeeld is het samenwerkingsplatform PRI (Principles for Responsible Investment), waar beleggers een engagementcasus kunnen inbrengen waarop ze willen samenwerken met andere beleggers. Samenwerking vindt ook plaats op het niveau van de vermogensbeheerders en engagement serviceproviders. Zij hebben vaak meerdere asset-owners als klant. Hun engagementinspanningen bundelen zij over de klanten heen en in hun engagementdialoog vertegenwoordigen zij dan dus ook meerdere klanten.

Het engagementproces kan zich ook richten op actoren in de omgeving van de onderneming, dit wordt ook wel aangeduid als *field building*. Engagement kan zich ook richten op partijen die langs andere kanalen het gedrag van de onderneming kunnen beïnvloeden. Deze vorm van engagement wordt ook wel aangeduid als een aparte beïnvloedingsstrategie: *field building* (Marti et al., 2024). Onder *field building* wordt de interactie verstaan van aandeelhouders met stakeholders die actief zijn in de 'velden' (fields) waarin ondernemingen zijn ingebed en langs die weg invloed op de onderneming kunnen uitoefenen. De stakeholders waarmee interactie kan worden gezocht zijn zeer divers: van collega-ondernemingen, beleidsmakers, wetgevers en *standard setters*, ngo's tot de media. De mogelijke *field building* activiteiten zijn daardoor ook divers, denk bijvoorbeeld aan politieke lobby, het samen met ngo's werken aan vrijwillige standaarden of het via de media beïnvloeden van de publieke opinie.

2. Effectiviteit van engagement

Gegeven de belangrijke rol die engagement binnen een duurzame beleggingsstrategie inneemt, is een belangrijk vraagstuk wat we ervan kunnen en mogen verwachten. Bij het beschouwen van de effectiviteit van engagement onderscheiden we een wetenschappelijk perspectief en een perspectief vanuit de praktijk van vermogensbeheerders. Op basis van het literatuuronderzoek en de interviews worden beide perspectieven in dit hoofdstuk uiteengezet en vergeleken.

2.1 Perspectief vanuit de wetenschap is gericht op empirisch bewijs

De empirische literatuur probeert de effectiviteit van engagement te beoordelen door te meten in welke mate de verschillende doelstellingen van engagement worden bereikt. Op hoofdlijnen worden hierbij veelal de volgende doelstellingen onderscheiden – deze zijn in figuur 2.1 verder uitgewerkt:

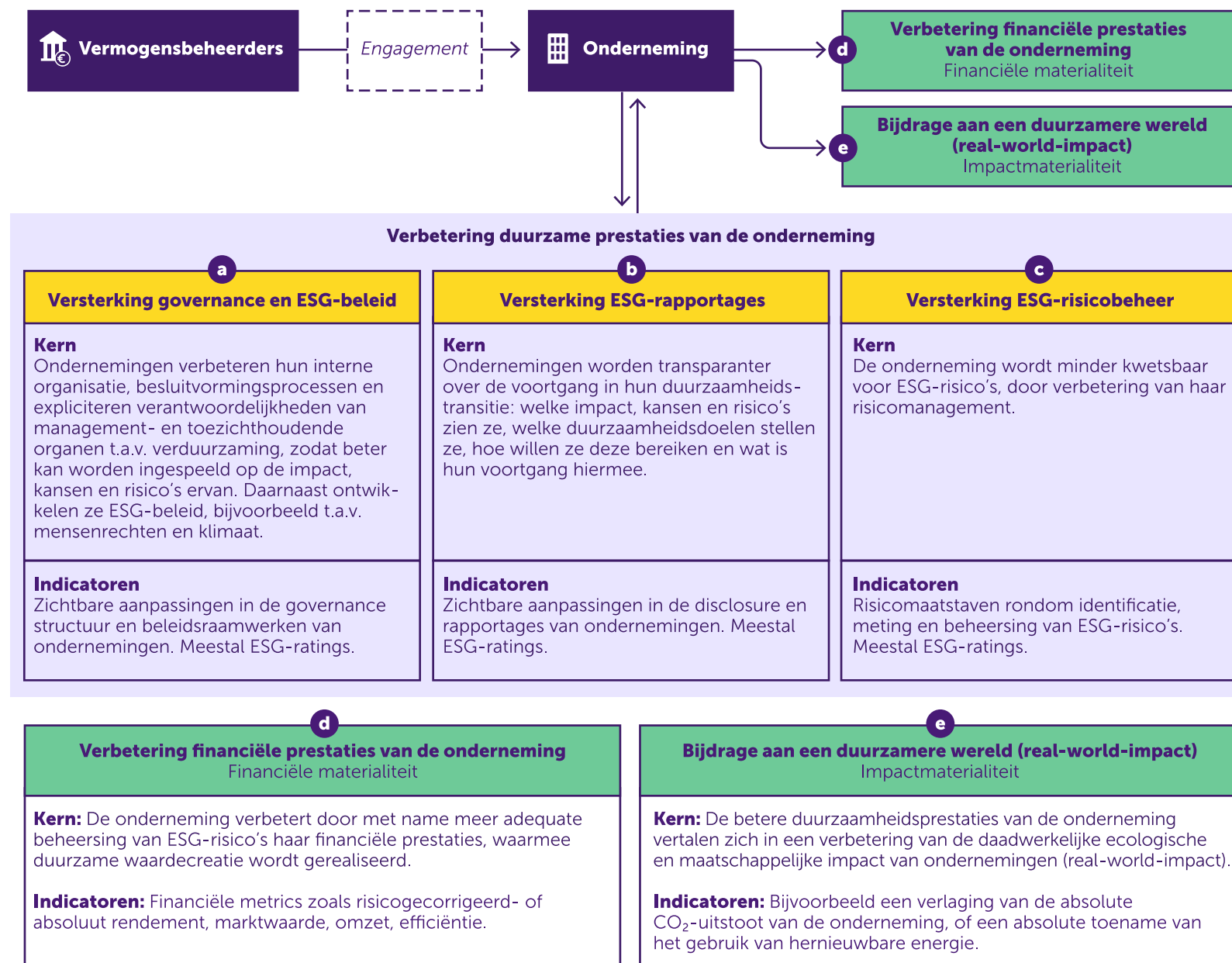
- Versterking van de governance van de onderneming en de ontwikkeling van ESG-beleid (*onderdeel a* in figuur 2.1);
- Versterking van de mate waarin de onderneming transparant is over zijn ESG-prestaties, ook wel aangeduid met ESG-disclosure (*onderdeel b*);
- Versterking van het ESG-risicomanagement van de onderneming en daarmee de financiële prestaties van de onderneming – financiële materialiteit (*onderdelen c en d*);
- Verbetering van de daadwerkelijke ecologische en maatschappelijke voetafdruk van de onderneming – real-world-impact of impactmaterialiteit, denk aan een absolute reductie in CO₂-emissies of een afname van mensenrechtenschendingen (*onderdeel e*).

Uit een analyse van de literatuur en de interviews komt het beeld naar voren dat engagement een positief effect kan hebben op het ESG-gedrag van de onderneming. Engagement kan bijdragen aan betere governance, de ontwikkeling van ESG-beleid en grotere

transparantie over ESG door ondernemingen. Zo zijn er aanwijzingen dat engagement op het terrein van bijvoorbeeld klimaatthema's, de disclosure van ondernemingen over hun risico's rondom de klimaattransitie verbetert en ook leidt tot aanpassingen in de governance structuur. Ook kan engagement bijdragen aan grotere beleidsambities en het vaststellen van middellange en lange termijn doelstellingen, zoals ten aanzien van klimaat, mensenrechten of werknemersbescherming. Tevens lijkt engagement een (gematigd) positief effect te hebben op de beheersing van ESG-risico's en langs die band op de financiële prestaties van de onderneming – denk aan aandelenrendement, winstgevendheid, omzet en operationele efficiëntie. Aldus kan engagement op zichzelf een positief effect hebben op het ESG-gedrag van de onderneming, vaak afgemeten aan ESG-ratings (zie onder andere Barko et al., 2022; Bonacchi et al., 2021 en 2022; Dimson et al., 2015; Dyck et al., 2019; Flammer et al., 2021; Grewal, 2016; Hoepner, 2020; Naaraayanan et al., 2021; Bellavite Pellegrini et al., 2024; Koedijk et al., 2020).

Tegelijkertijd is een belangrijk kritiekpunt vanuit academische zijde dat er nog geen overtuigend, wetenschappelijk empirisch bewijs is dat engagement tot real-world-impact leidt, ofwel een verbetering van de daadwerkelijke ecologische en sociale voetafdruk van de onderneming. Zo komt uit de nodige studies naar voren dat ondanks de engagement inspanningen op het terrein van bijvoorbeeld klimaatthema's, er geen daling zichtbaar is van de totale CO₂-emissies van betreffende ondernemingen (zie onder andere Bauer et al., 2022; Busch et al., 2023; Derwall et al., 2022; Diaz-Rainey et al., 2023; Michelon et al., 2020; Hastreiter, 2024; Gosling, 2024). Dat engagement ook leidt tot een wezenlijke en reële sociaal-maatschappelijke, ecologische impactverbetering van ondernemingen is derhalve nog beperkt aangetoond.

Figuur 2.1: Effectiviteit van engagement - transmissiekanalen



Bron: AFM

Daarbij komt dat het meten van de effecten van engagement inherent lastig is door de beperkte beschikbaarheid van goede data – de vaak gebruikte ESG-ratings lijken bijvoorbeeld geen robuuste maatstaf voor duurzaamheidsprestaties. ESG-ratings – doorgaans verstrekt door derde partijen zoals MSCI, Sustainalytics en Bloomberg ESG – zijn samengestelde indices waarin zowel verschillende thema's (E, S en G) als verschillende elementen (bijvoorbeeld uitstoot en grondstoffengebruik, maar ook kwaliteit van de rapportage en governance) kunnen zijn opgenomen. Een overall ESG-rating is dan ook moeilijk te relateren aan de veel specifiekere duurzaamheidsdoelstellingen die door engagement worden beoogd. ESG-ratings kunnen zich bovendien onevenwichtig richten op één van de beide kanten van de materialiteit (vaker alleen op risico's en niet op impact). Hoe deze indices zijn samengesteld en welke onderwerpen en gewichten daarin van toepassing zijn, verschilt bovendien sterk per rating. Het is dus niet altijd duidelijk wat er precies wordt gemeten. Dit alles maakt het isoleren van het effect op een gegeven doel van engagement complex en maakt dat ratings en benchmarks niet goed vergelijkbaar zijn bij het krijgen van een goed beeld van duurzaamheidsprestaties van de onderneming.

Bovendien zeggen de ESG-ratings in beperkte mate iets over de werkelijke ecologische en maatschappelijke impact van ondernemingen. Zo laten zoals eerder geschetst de nodige academische onderzoeken zien dat ondanks dat sommige bedrijven die engagement ondergaan hogere ESG-ratings laten zien, de absolute CO₂-emissies van betreffende bedrijven nauwelijks afnemen. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat het gebruik van ratings en benchmarks verkeerde prikkels kan geven. Zo valt niet uit te sluiten dat de onderneming – bewust of onbewust – vooral beleids- en transparantieverbeteringen laat zien die zorgen voor een verbetering van ESG-ratings, terwijl de feitelijke impactverbetering beperkt is (Derwall et al., 2022). En waarbij het risico ook is dat de onderneming zich niet primair richt op de ESG-zaken die echt relevant zijn om haar duurzaamheidsprofiel te verbeteren.

Een ander meetprobleem ontstaat door de lange termijn waarop effecten zich manifesteren. Engagement is een proces van lange adem. Het duurt lang voordat het effect sorteert en misschien meet je daardoor de daadwerkelijke impact van engagement onvoldoende. Daarnaast vindt engagement vaak achter gesloten deuren plaats in de vorm van een private dialoog. De effectiviteit hiervan is waarschijnlijk vaak groter dan van meer openbare vormen van engagement (bijvoorbeeld een publiek statement uitbrengen), maar door beperkte databeschikbaarheid van deze inspanningen moeilijker te meten.

Het meten wordt tot slot bemoeilijkt doordat het vrijwel onmogelijk is causale verbanden tussen engagement en ESG-prestaties van een onderneming aan te tonen en toe te schrijven. Wellicht is het leggen van een direct verband bij een heel specifiek ESG-engagement onderwerp enigszins mogelijk, maar in het algemeen geldt dat meerdere factoren (druk vanuit de markt of vanuit consumenten, regelgeving, politiek-maatschappelijke druk) het ESG-gedrag van ondernemingen zullen beïnvloeden. Het is dan lastig om de invloed van engagement te isoleren. Met andere woorden: het valt niet uit te sluiten dat de ESG-veranderingen bij bedrijven ook zonder engagement zouden hebben plaatsgevonden. Correlatie (contributie) is niet hetzelfde als causaliteit (attributie) en voorzichtigheid is geboden bij het claimen van effecten van engagement. Vanwege dit probleem heeft de Engelse toezichthouder FCA vorig jaar aangegeven te stoppen met de ontwikkeling van een KPI die de effectiviteit van engagement meet: het isoleren van het effect van engagement bleek te uitdagend te zijn.

2.2 Perspectief vanuit de praktijk redeneert vanuit een theory-of-change

Engagement is een belangrijk onderdeel in de bredere gereedschapskist van duurzaam beleggen door vermogensbeheerders. Zoals eerder uiteengezet is engagement doorgaans ingebed in een geheel van duurzame beleggingsinstrumenten en is het een uitvloeisel van de investment *beliefs* van een vermogensbeheerder. Engagement is dan ook een belangrijke pijler onder de algehele ESG-doelstellingen die vermogensbeheerders nastreven. Het vergt

aanzienlijke capaciteit, middelen en mensen en is daarmee een serieuze activiteit van de vermogensbeheerders. Dit betekent ook dat soms afscheid wordt genomen van een externe manager (die een deel van het vermogensbeheer voor zijn rekening neemt), als de kwaliteit van zijn engagement activiteiten niet aan de vereisten van de uitbestedende vermogensbeheerder voldoet. Deze gebrekkige kwaliteit kan zich bijvoorbeeld manifesteren in onvoldoende strenge en te weinig concrete engagement eisen aan ondernemingen waarin wordt belegd, waardoor deze te vaak niet tot daadwerkelijke actie overgaan.

Tegelijkertijd wordt onderkend dat de effectiviteit van engagement moeilijk meetbaar en aantoonbaar is, zeker ten aanzien van real-world-impact. Daarbij zijn vermogensbeheerders doordrongen van het feit dat absolute (causale) claims over de effectiviteit van engagement moeilijk kunnen worden gemaakt en dat terughoudendheid hierbij is geboden. Enkele vermogensbeheerders testen in dit verband of de effectiviteit van de engagement beter kan worden gemeten door de ondernemingen die worden engaged, door onafhankelijke onderzoekers hierover te laten bevragen. Informeel blijken ondernemingen al vaak de feedback te geven dat de engagement hen heeft geholpen stappen te zetten op ESG-terrein. Een verdergaande gedachte hierbij zou kunnen zijn dat vermogensbeheerders alleen een zekere mate van claims kunnen maken over hun engagement, als de betreffende onderneming – bij voorkeur publiekelijk – erkent dat zijn gedragsverandering het resultaat is van de engagement inspanning.¹

Dat effectiviteit moeilijk is te meten en aan te tonen, wil echter nog niet zeggen dat engagement geen betekenisvol onderdeel is van een duurzame beleggingsstrategie: vermogensbeheerders benadrukken dat engagement bijdraagt aan het ESG-veranderingsproces van ondernemingen. In de praktijk zien doelstellingen van engagement in belangrijke mate op variabelen zoals ESG-informatieverstrekking of het ontwikkelen van beleid en doelstellingen op het terrein van ESG.

Op basis van een theory-of-change (ofwel: langs welke mechanismen dragen specifieke stappen bij aan een gewenste uitkomst) moeten deze bijdragen aan real-world-impact.² Engagement richt zich in de praktijk dus vooral op kleinere, incrementele stappen die bijdragen aan een ESG-veranderingsproces dat een onderneming doormaakt. Engagement kan aldus indirecte, meer lange termijn effecten hebben, ook al zijn die moeilijk te meten en te kwantificeren. Ze zijn een duw in de goede richting en de veronderstelling dat ze uiteindelijk real-world-impact hebben, is volgens de vermogensbeheersector niet onlogisch.

In de gesprekken komt een aantal andere factoren naar voren dat het belang van engagement door vermogensbeheerders verder duidt. Zo wordt benadrukt dat vermogensbeheerders in hun rol als vermogensverschaffer, een belangrijke actor zijn om ondernemingen aan te zetten om over de grotere systeemrisico's als gevolg van bijvoorbeeld klimaatverandering na te denken. Engagement draagt in bredere zin ook bij aan de verdere ontwikkeling van een normen- en verwachtingenkader waarin bedrijven opereren, dat geleidelijk aan opschuift richting duurzamer gedrag. Bovendien kunnen *spill-over* effecten ontstaan – mede door engagement inspanningen is geleidelijk aan een heel ecosysteem ontstaan, van serviceproviders, dataleveranciers tot ESG-benchmark partijen. Ook factoren als een groter bewustzijn van ondernemingsbesturen over ESG, ESG-kennisopbouw binnen de onderneming en de ontwikkeling van een interne ondernemingscultuur gericht op ESG, worden vaak genoemd als indirecte effecten van engagement.

1 'Low-quality engagement a 'barrier' to accessing companies', Responsible Investor, 16 oktober 2024.

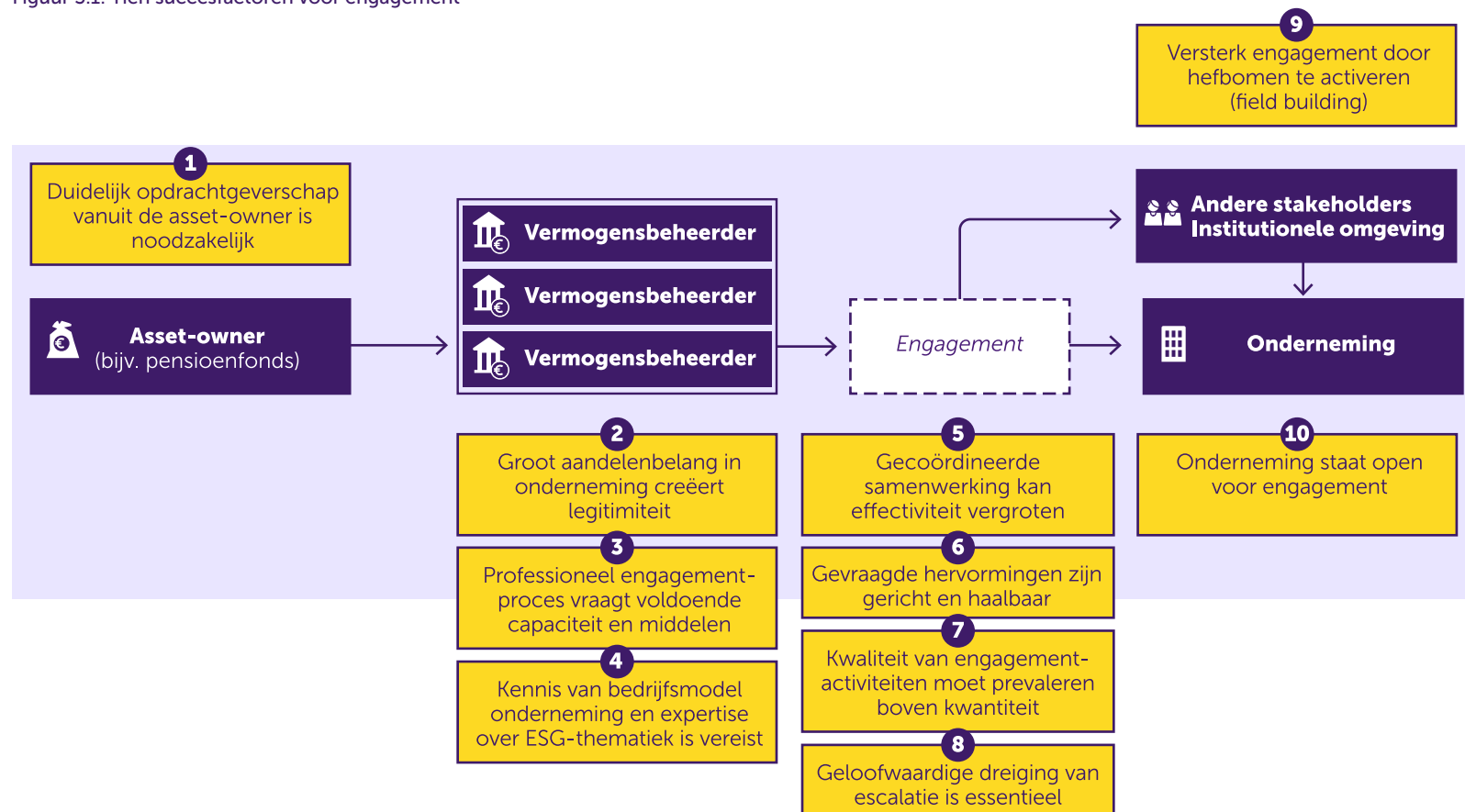
2 Een theory-of-change is in de kern een 'logisch model', dat laat zien hoe de activiteiten van een organisatie bepaalde uitkomsten opleveren en hoe deze uitkomsten bijdragen aan bepaalde resultaten in een omgeving of systeem buiten de organisatie. Anders geformuleerd: een theory of change gebruik je om te beschrijven welke uitkomst je wilt bereiken en hoe je dat denkt te doen.

3. Succesfactoren voor engagement

Op basis van de interviews en de literatuur zijn tien factoren te destilleren die de effectiviteit van engagement positief kunnen beïnvloeden. Deze succesfactoren zijn op hoofdlijnen te herleiden tot onderscheidende kenmerken van (i) de vermogensbeheerder, van (ii) de uitvoering van engagement in de praktijk en van (iii) de

onderneming die wordt ge-engaged (figuur 3.1). Ook hier geldt dat deze succesfactoren vanuit verschillende perspectieven (theorie en praktijk) kunnen worden bekeken en bij enkele succesfactoren worden kanttekeningen geplaatst.

Figuur 3.1: Tien succesfactoren voor engagement



Bron: AFM

3.1 Duidelijk opdrachtgeverschap vanuit de asset-owner is noodzakelijk

Duidelijk opdrachtgeverschap vanuit de asset-owner (zoals een pensioenfonds) richting de vermogensbeheerder is een belangrijke randvoorwaarde voor succesvolle engagement. Het via engagement sturen op ESG-uitkomsten door de vermogensbeheerder, zoals het reduceren van de klimaatvoetafdruk van de onderneming, moet in overeenstemming zijn met de beleggingsdoelen of -horizon van de klant, ofwel de asset-owner. Het is dus belangrijk dat 'de bal bij de asset-owner ligt': hij moet zijn engagementbehoeftes duidelijk bij de uitvoerende assetmanager neerleggen. Vervolgens is het aan de vermogensbeheerder om deze opdracht goed te vertalen naar engagementactiviteiten en te rapporteren over de resultaten, zodat de asset-owner zijn opdracht eventueel bij kan stellen.

Uit de interviews komt een breed gedeelde verwachting naar voren dat de invulling van engagement door vermogensbeheerders in de toekomst steeds meer zal volgen vanuit de specifieke contractuele relatie met de klant. Of en hoe engagement wordt ingezet volgt uit de specifieke beleggingsdoelen van de klant. Alleen voor die klanten waar het relevant is, kan engagement worden ingezet; er is dus geen *one size fits all*.³ Door deze specifieke invulling past de uitgevoerde engagement ook binnen de fiduciaire verantwoordelijkheid van de vermogensbeheerder. Overigens kan de toenemende concentratiegraad (en druk op de kosten) in de vermogensbeheersector deze maatwerkaanpak wel complexer maken. Consolidatie betekent immers een groter en meer divers beleggingspubliek dat moet worden bediend, met een navenant meer diverse variëteit in ESG-voorkeuren.

3.2 Groot aandelenbelang in de onderneming creëert legitimiteit

Hoe groter het aandelenbelang dat een vermogensbeheerder heeft in een onderneming, hoe groter zijn legitimiteit en hoe groter de kans dat de onderneming via engagement tot een koerswijziging is aan te zetten. Daarbij helpt het als de vermogensbeheerder een geloofwaardige reputatie en *track record* heeft – in de vorm van eerder succesvol uitgevoerde engagements – om de onderneming te kunnen challengen (Marti et al., 2024). Met een klein aandelenbelang is het moeilijk als belegger een serieuze plek aan tafel te krijgen en ligt het zoeken naar samenwerkingsverbanden met andere beleggers eerder voor de hand – zie verder Bosma et al. (2022); Koedijk et al. (2020) en Kölbel et al. (2019).

Een mogelijk risico van dit 'schaalcriterium' is wel dat het tot verkeerde prikkels kan leiden. Omdat de effectiviteit van engagement groter wordt als het belegd vermogen in een onderneming groter is, valt niet uit te sluiten dat de engagement inspanningen zich hoofdzakelijk gaan richten op de ondernemingen waarin de vermogensbeheerder een groot belang heeft. Dit hoeven echter niet per se de ondernemingen te zijn die vanuit maatschappelijk en duurzaamheidsperspectief gezien het meest relevant zijn en de meeste aandacht behoeven (Balp et al, 2023).

³ Een dergelijke lijn is ook zichtbaar bij de Amerikaanse vermogensbeheerders. Zo heeft Vanguard aangekondigd verschillende opties aan hun klanten aan te bieden ten aanzien van hoe Vanguard moet stemmen bij de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) van ondernemingen waarin ze beleggen: a) profit above ESG, b) ESG priority of c) discretion of Vanguard.

3.3 Professioneel engagement proces vraagt voldoende capaciteit en middelen

Een breed erkende succesfactor is dat de vermogensbeheerder een professioneel engagement proces heeft ingericht met voldoende capaciteit, middelen en een lange adem om ESG-thema's structureel aan te jagen. Engagement moet zijn ingebed in een professioneel, geformaliseerd proces. Onderdeel daarvan is dat vermogensbeheerders aanzienlijke capaciteit, middelen en strategische ruimte hebben en bereid zijn deze in te zetten. Bovendien is een 'lange adem' nodig: het doorvoeren van veranderingen uit hoofde van ESG is immers inherent een langer lopend proces (Brière et al., 2024; Dimson et al., 2015). Hierbij geldt over het algemeen dat hoe intensiever het contact met de onderneming gedurende de engagement, hoe groter de slagingskans ervan (Bauer et al., 2022).

Belangrijk is ook dat engagement consistent is met andere delen van het duurzame beleggingsbeleid van de vermogensbeheerder en dat er met één stem gesproken wordt. De geloofwaardigheid van engagement hangt in hoge mate af van de consistentie van de engagement met keuzes in het beleggingsuniversum (selectie/exclusie). Maar zeker ook met het uitoefenen van het stemrecht op aandeelhoudersvergaderingen. Tevens is een geïntegreerde engagement aanpak tussen portefeuillemanagers en engagement team behulpzaam, om te borgen dat de vermogensbeheerder altijd met één stem spreekt richting de onderneming.

3.4 Kennis van het bedrijfsmodel van de onderneming en ESG-expertise is vereist

Een vaak gehoorde succesfactor is dat de vermogensbeheerder diepe kennis en expertise moet kunnen inbrengen in de dialoog. Kennis en expertise van enerzijds de onderneming en dan met name van haar bedrijfsmodel, anderzijds van de ESG-thematiek waarop wordt ge-engaged. De vermogensbeheerder moet het bedrijfsmodel van de onderneming, alsmede de impact van de duurzaamheidstransitie daarop, begrijpen. Daarbij moet hij goed kunnen beoordelen waar de onderneming gepositioneerd is ten opzichte van haar *peers* en welke

stappen nodig zijn om door te ontwikkelen ('*know what you own*'). Hierdoor is de vermogensbeheerder een serieuze gesprekspartner voor de onderneming.

3.5 Gecoördineerde samenwerking kan de effectiviteit vergroten

Aangezien vermogensbeheerders individueel vaak een bescheiden aandelenbelang in een onderneming hebben, kan het behulpzaam zijn te participeren in samenwerkingsverbanden met andere vermogensbeheerders om zo de gezamenlijke invloed te kunnen benutten. Deze gecoördineerde samenwerking tussen vermogensbeheerders kan de engagement effectiever maken (Barko et al., 2022; Bauer et al., 2022; Brière et al., 2024; Derwall et al., 2022; Dimson et al., 2015 en 2023). Tegelijkertijd is er ook enige literatuur die de effectiviteit van collectieve engagement ter discussie stelt (onder andere Hastreiter, 2024).

Hoewel meerdere samenwerkingsvarianten denkbaar zijn, is een gezamenlijk gefinancierd samenwerkingsverband van vermogensbeheerders met een roterende *lead investor* die het voortouw neemt bij engagement, een veel voorkomende vorm. Er zijn aanwijzingen dat deze *lead investors*, mits ze ook een aanzienlijk belang hebben in de onderneming, vaak ook een belangrijke rol spelen bij het verbeteren van ESG-prestaties van de onderneming (Ceccarelli et al., 2021). De kans op succes van engagement lijkt daarbij te worden vergroot als deze *lead investor* geografisch, linguïstisch en sociaal-cultureel veel overeenkomsten vertoont met de onderneming die wordt ge-engaged. Ook helpt het als deelnemende buitenlandse vermogensbeheerders uit landen komen met sterke ESG-normen (Dimson et al., 2023; Bosma et al., 2022; Marti et al., 2024). Andere randvoorwaarden voor goed werkende coalities die volgen uit de literatuur zijn dat deze niet te groot zijn (niet meer dan 25 deelnemende partijen lijkt het meest effectief), er diverse ervaringsgraden op ESG-terrein aanwezig zijn, ze adequaat zijn gefinancierd, de deelnemende partijen gelijke belangen en prikkels hebben (vertrouwen is cruciaal) en een samenwerkingshorizon is vastgesteld (bijvoorbeeld maximaal 7 jaar). Uitdagingen voor deze

samenwerkingsverbanden zijn er uiteraard ook. Denk aan *free rider* problemen en de tijd en kosten die gepaard gaan met coördinatie en afstemming.

De geïnterviewde vermogensbeheerders geven aan actief te participeren in deze zogenaemde ‘collaborative engagements’.

De voordelen hiervan worden over het algemeen groter geacht dan de nadelen. Deelname is over het algemeen niet heel kostbaar en het lijkt relatief gemakkelijk om overeenstemming te krijgen over de thematische doelstelling van de bewuste engagementinspanning. Een ander belangrijk voordeel van samenwerking is de uitwisseling van kennis en expertise en het creëren van een grotere hefboom richting de onderneming, hetgeen de effectiviteit van de engagement ten goede komt.

Toch zien we dat wereldwijde engagementcoalities zoals

Climate Action 100+ onder druk staan. Enkele grote Amerikaanse vermogensbeheerders kondigden vorig jaar aan uit deze coalitie te stappen of hun deelname af te schalen. Hoewel de redenen hiervoor niet heel expliciet werden gemaakt, werd wel gerefereerd aan het voorrang geven aan eigen engagementbeleid boven het participeren in gezamenlijk beleid. Het vertrek van deze partijen past ook binnen het algehele kritische sentiment ten aanzien van ESG in de VS.

3.6 Gevraagde hervormingen zijn gericht en haalbaar

Vanuit het praktijkperspectief komt naar voren dat engagement meer kans op succes heeft als de gevraagde hervormingen gericht en haalbaar zijn. Van belang is daarbij dat de gevraagde maatregelen en hervormingen aansluiten bij het waardecreatie- en bedrijfsmodel van de onderneming. Het heeft geen zin om irreële eisen te stellen. De focus ligt in de praktijk op incrementele aanpassingen die (commercieel) haalbaar zijn, die het veranderingsproces dat ondernemingen doormaken ondersteunen en daarmee geleidelijk bijdragen aan real-world-impact. Denk aan een rapportage over een specifiek ESG-thema, een aanpassing in de governance van een onderneming of de ontwikkeling van beleid.

Een kritiekpunt hierbij is dat de focus op maatregelen die relatief gemakkelijk zijn te implementeren door de onderneming (‘laaghangend fruit’) de effectiviteit van het engagement instrument kan vertekenen. Immers, engagement lijkt dan relatief succesvol te zijn, terwijl dergelijke hervormingen, zoals eerder aangegeven, beperkt directe impact hebben op het terugdringen van de daadwerkelijke ecologische en maatschappelijke voetafdruk van de onderneming. Bovendien kan het hier wellicht maatregelen betreffen die ook zonder engagement door de onderneming genomen zouden zijn. Zodra engagement om materiële, meer kostbare hervormingen vraagt die bijvoorbeeld raken aan het bedrijfs- en verdienmodel van de onderneming en daarmee potentieel impactvoller kunnen zijn, lijkt het een minder effectief instrument te zijn (zie ook onder andere Diaz-Rainey et al., 2023; Barko et al., 2022; Kölbel et al., 2019; Heeb, 2024).

Een ander bezwaar ziet op het risico van ‘backloading’. Op zichzelf kan door engagement te focussen op gerichte en haalbare hervormingen, worden bijgedragen aan grotere beleidsambities en toezeggingen van de onderneming. Denk hierbij aan het vaststellen van middellange en lange termijn doelstellingen door de onderneming, zoals bijvoorbeeld een *net zero* belofte ten aanzien van CO₂-reductie. Een onbedoeld risico dat hiermee gepaard kan gaan, is dat ondernemingen de daadwerkelijke reductie van CO₂-uitstoot naar achteren verschuiven – het zogenaemde *backloading* (zie ook Hastreiter, 2024).

3.7 Kwaliteit van engagementactiviteiten moet prevaleren boven kwantiteit

Vermogensbeheerders trachten in toenemende mate focus aan te brengen in hun engagement, waarbij kwaliteit dus boven kwantiteit gaat. Om echt toegevoegde waarde te kunnen creëren met engagement is volgens de geïnterviewde vermogensbeheerders focus nodig. Pas dan ben je als vermogensbeheerder echt in staat het bedrijfsmodel, de strategie en de ESG-uitdagingen van een onderneming te begrijpen, kennis en expertise op te bouwen en als een volwaardig sparringpartner van het bestuur te fungeren. En alleen dan kan de intensiteit van de engagement omhoog. Ter illustratie: een

zeer intensief engagement traject kan wel 23 acties in een jaar vergen. Een reeks ondernemingen in de beleggingsportefeuille alleen een brief sturen en er vervolgens geen opvolging aan geven, wordt tegen deze achtergrond als niet erg effectief beschouwd.

Dit betekent dat in de praktijk steeds vaker een bewuste keuze wordt gemaakt om de engagement inspanningen te beperken tot een redelijk selecte groep van ondernemingen en de focus op een beperkt aantal specifieke ESG-thema's te leggen.

Consistentie is hierbij van belang, door over een langere periode aan gekozen ESG-engagement thema's vast te houden. Het helpt hierbij als de betreffende ESG-thema's zijn ingebed in bredere sociaal-maatschappelijke trends. Gevraagde hervormingen van aandeelhouders kunnen dan worden ingebed en gerelateerd aan maatschappelijke gevoelens van (on)rechtvaardigheid (Marti et al., 2024), wat de kans van slagen van de engagement vergroot

Deze beoogde focus is echter nog niet altijd even duidelijk af te leiden uit de engagementrapportages van vermogensbeheerders.

Het aantal ondernemingen dat in een jaar wordt ge-engaged en het aantal jaarlijks uitgevoerde engagement activiteiten lijkt over de afgelopen jaren nog aanzienlijk te zijn geweest. Uit een survey van vermogensbeheerders in het VK die de *FRC stewardship code* onderschrijven, komt een vergelijkbaar beeld naar boven (Redington, 2023). Tegelijkertijd is dit moeilijk eenduidig te beoordelen doordat de gehanteerde definities van bijvoorbeeld engagement activiteiten vaak niet duidelijk zijn en bovendien sterk kunnen verschillen tussen vermogensbeheerders.

3.8 Geloofwaardige dreiging van escalatie is essentieel

De impact van engagement kan worden vergroot als deze gepaard gaat met een geloofwaardige dreiging van escalatie (Heeb, 2024).

Hiertoe staat de vermogensbeheerder een scala aan potentiële acties ter beschikking met als ultieme maatregel uitsluiting van de onderneming uit de beleggingsportefeuille (Bosma et al., 2022).

Tegelijkertijd zien – met name voor grotere beursgenoteerde ondernemingen – de meeste gesprekspartners de dreiging van uitsluiting bij onsuccesvolle engagement in beperkte mate als een echte 'stick'. Het beeld is dat het uitstappen van een institutionele belegger vooral tot korte termijn reputatieschade voor de betreffende onderneming leidt. Op lange termijn wordt de impact van uitsluiting over het algemeen echter als relatief beperkt beschouwd: zolang er voldoende vraag naar het aandeel blijft en dus andere beleggers zullen instappen, is de impact op de kapitaalkosten van de onderneming beperkt (zie ook AFM, 2022). Vaak wordt meer heil gezien in het beïnvloeden van de samenstelling van het bestuur door op de Algemene Vergadering van Aandeelhouders (AVA) te stemmen over (her)benoemingen, of het zelf indienen van aandeelhoudersresoluties. Aan dergelijke instrumenten wordt meer gewicht toegekend om lange termijn veranderingen op ESG-terrein te bewerkstelligen. Dit neemt niet weg dat vermogensbeheerders soms wel degelijk, als genoemde escalatiemaatregelen nog steeds onvoldoende voortgang opleveren, zich genoodzaakt zien investeringen in ondernemingen af te bouwen en ze toe te voegen aan hun uitsluitingslijst. Een in deze context nog openstaande vraag is of de toename van passief beleggen een belemmering gaat vormen voor engagement (box 3.1).

Een eveneens genoemde observatie hierbij is dat engagement op andere activacategorieën dan aandelen in beursgenoteerde ondernemingen mogelijk kansrijker is. Hierbij kan worden gedacht aan private equity of schuldfinanciering omdat daar de hefboom richting de onderneming groter is; bij private equity is de relatie tot het management veel directer en belemmeringen bij herfinanciering van schuld kunnen wellicht meer 'echte pijn doen'.

Box 3.1: Invloed van passief beleggen op effectiviteit van engagement

Het ontbreken van de mogelijkheid bij passief beleggen tot uitsluiting als ultieme escalatie (de vermogensbeheerder volgt bij passief beleggen immers een index), lijkt zoals eerder gesteld niet als een groot gemis te worden gezien. Vaak wordt

ook genoemd dat vermogensbeheerders met passieve fondsen per definitie een lange termijn investeringsrelatie aangaan met ondernemingen en dat ze als passief belegger uiteraard ook gewoon kunnen stemmen op de AVA. Ook zou, om het comparatieve nadeel van niet actief handelen van passief beheerde fondsen ten opzichte van actieve beleggingsfondsen te beperken, engagement juist een manier kunnen zijn om de governance en financiële prestaties van de ondernemingen in de portefeuille te verbeteren. Bovendien kan een actieve engagementstrategie daarbij als een nuttige ‘branding tool’ worden gezien om retail beleggers aan te trekken en te behouden (zie onder andere Balp et al., 2023).

Tegelijkertijd worden ook kanttekeningen geplaatst bij de opkomst van passief beleggen in relatie tot engagement.

Aanbieders van passieve fondsen zijn gefocust op lage kosten. Engagement – zeker van een grote groep ondernemingen in portefeuille – is echter kostbaar en beheerders van passieve fondsen zullen engagement inspanningen mogelijk minimaal willen houden. Dit zou dus tot *free-riding* gedrag kunnen leiden, waarbij vermogensbeheerders niet zelf meer aan engagement doen maar leunen op de engagement activiteiten van andere beleggers in een onderneming (zie ook Derwall et al., 2022; Balp et al., 2023). Dit wordt versterkt doordat passieve beleggingsfondsen worden beheerd in een steeds geconcentreerdere markt, waarin inmiddels een belangrijk deel van het wereldwijde vermogen in indexfondsen wordt beheerd door de top-3 vermogensbeheerders uit de VS. In de VS is reeds zichtbaar dat de grote vermogensbeheerders door hun omvang onder politieke druk komen te staan, waardoor ze terughoudend lijken te worden in het uitoefenen van hun aandeelhoudersrechten op ESG-terrein. Sommige academici sluiten een vergelijkbare ontwikkeling voor Europa op termijn niet uit (zie onder andere Boot, 2023).

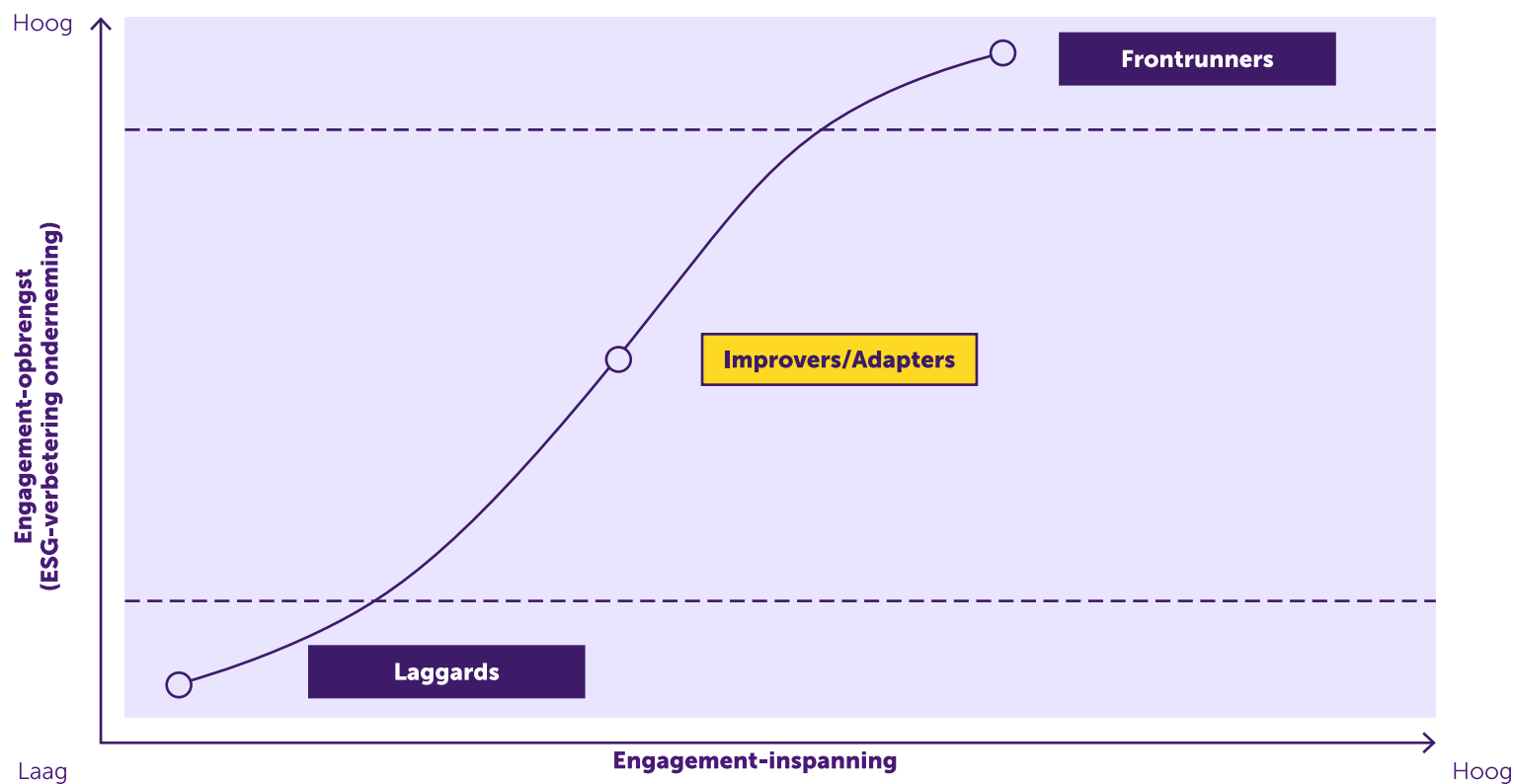
3.9 Versterk engagement door hefboomen te activeren

De geïnterviewde vermogensbeheerders geven aan dat field building steeds belangrijker voor hen wordt als instrument om de effectiviteit van hun engagement te vergroten. Naast beïnvloeding van deze stakeholders, helpen gesprekken met derde partijen ook om een ander perspectief te horen dan dat van de onderneming. Ook stelt het vermogensbeheerders in staat beter zicht te houden op welke ESG-thema's belangrijk worden en op de ontwikkeling van regelgeving.

3.10 De onderneming staat open voor engagement

Uit de gesprekken komt naar voren dat vermogensbeheerders hun engagement programma's in belangrijke mate richten op ondernemingen die 'open staan' voor engagement. Dit zijn ondernemingen die erkennen dat ze de duurzaamheidstransitie moeten maken en daardoor open staan voor engagement (de 'improvers/adapters' categorie uit figuur 3.2). Engagement heeft logischerwijze een grotere kans op succes als de betreffende ondernemingen ESG-sensitief zijn en al in enige mate aan de weg timmeren op bijvoorbeeld de terreinen van diversiteit, werkomgeving of klimaatbeleid. Andersom geredeneerd: er is de nodige literatuur die erop wijst dat ondernemingen met een slecht ESG track record minder vaak bereid zijn hun gedrag aan te passen (Barko et al, 2022; Diaz-Rainey et al., 2023; Dimson et al., 2015; Kölbel et al., 2019; Wagemans et al, 2018; Marti et al., 2024). Engagement is een kostbare activiteit en in die zin valt er wat voor te zeggen dat de focus in eerste instantie ligt bij partijen die ook ontvankelijk ervoor zijn. Een onderneming moet wel in enige mate 'engagable' zijn om iets te kunnen bereiken. Overigens lijken vermogensbeheerders in de praktijk zich wel degelijk ook te richten op achterblijvers in de portefeuille, soms simpelweg omdat de onderneming niet (meer) dreigt te voldoen aan de vereisten om in de beleggingsportefeuille te blijven.

Figuur 3.2: De meeste vermogensbeheerders richten hun engagement met name op de 'improvers'



Laggards	Improvers/Adapters	Frontrunners
De onderneming toont geen intrinsieke overtuiging en bereidheid om te veranderen. Het belang van de duurzaamheidstransitie wordt ontkend. De opbrengst van engagement voor dergelijke ondernemingen lijkt gering. Mogelijk vallen dergelijke ondernemingen sowieso al niet binnen het beleggingsuniversum van de vermogensbeheerder.	De onderneming erkent dat de duurzaamheidstransitie moet worden gemaakt. De onderneming toont (een zekere vorm van) intrinsieke bereidheid en heeft capaciteit om noodzakelijke veranderingen door te voeren. Voor deze groep van ondernemingen lijkt de ESG-opbrengst van engagement het grootst en engagement dus het meest opportuun.	De onderneming is al ver in de duurzaamheidstransitie. Vraag is of de vermogensbeheerder met behulp van engagement deze onderneming nog veel verder kan krijgen. De ESG-opbrengst zal mogelijk gering zijn, gegeven de vereiste engagement inspanningen.

Bron: AFM

Tegelijkertijd is een vaak gehoord kritiekpunt dat de keuze van de ondernemingen die worden ge-engaged hierdoor niet exogeen is. Doordat vermogensbeheerders ondernemingen selecteren waar engagement een grote(re) kans op succes wordt toegedicht, kan niet worden uitgesloten dat deze ondernemingen sowieso al de door engagement gevraagde maatregelen zouden treffen. Door deze selectiebias wordt de effectiviteit van engagement mogelijk overschat.

Doordat engagement is gericht op bedrijven en activiteiten die onderweg zijn naar 'groen', kan het bijdragen aan transitiefinanciering. Binnen het spectrum van ESG-financiering wordt transitiefinanciering – het financieren van bedrijven die bezig zijn met de omschakeling van 'bruin' naar 'groen' – een steeds belangrijkere categorie. Engagement is voor investeerders een belangrijk instrument om hieraan invulling te geven (Sustainalytics, 2024). Om vanuit transitieoogpunt kansrijke bedrijven te kunnen selecteren, is het van belang dat deze bedrijven goed kunnen worden geïdentificeerd en hun vorderingen worden gemonitord. Hoogwaardige transitieplannen – plannen waarin bedrijven hun duurzaamheidsdoelstellingen en hoe zij deze willen bereiken uiteenzetten – zijn hiervoor instrumenteel (Van Geest et al, 2023). Transparantieregelgeving zoals de CSRD, maar ook sectorinitiatieven als het Transition Pathway Initiative, beogen bij te dragen aan een betere kwaliteit en vergelijkbaarheid van transitieplannen.

Literatuurlijst

- Alda, M. (2019), Corporate sustainability and institutional shareholders: The pressure of social responsible pension funds on environmental firm practices, *Business Strategy and the Environment*, 28(6), pp.1060-1071
- AFM (2022), Hoofdstuk 4 'Impact door duurzaam beleggen'. In *Trendzicht 2023*, pp.65-75
- Azar, J. et al. (2020), The big three and corporate carbon emissions around the world, *ECGI Finance Working Paper*, no.715/2020
- Balp, G. et al. (2022), Institutional investor ESG engagement: the European experience, Bocconi Legal Studies Research Paper No.4353703, *European Business Organization Law Review*, 23, pp.869-904
- Barko, T. et al. (2022), Shareholder engagement on environmental, social, and governance performance, *Journal of Business Ethics*, 180, pp.777-812
- Bauer, R. et al. (2023), Private shareholder engagements on material ESG issues, *Financial Analysts Journal*, 79(4), pp.64-95
- Beccarini, I. et al. (2022), The contingent role of conflict: Deliberative interaction and disagreement in shareholder engagement, *Business Ethics Quarterly*
- Becht, M. et al. (2006), Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK focus fund, *ECGI Finance Working Paper*, no.138/2006
- Bellavite Pellegrini, C. et al. (2024), ESG and engagement: an empirical approach, *Paper for EFMA annual meeting, Lisbon 2024*
- Bellucci, M. et al. (2019), Stakeholder engagement and dialogic accounting: empirical evidence in sustainability reporting, *Accounting Auditing & Accountability Journal*, 32(5), pp.1467-1499
- Berk, J. et al. (2021), The impact of impact investing, *Stanford University Graduate School of Business Research Paper, Law & Economics Center at George Mason University Scalia Law School Research Paper Series*, no.22-008
- Birkmose, H. et al. (2020), The Danish stewardship code – The past, the present and the future, In *Global Shareholder Stewardship: Complexities, Challenges and Possibilities*, Katelouzou, D. & Puchniak, D. (eds.), Cambridge University Press
- Bonacchi, M. et al. (2021), The real effects of institutional investor engagement, *ECGI Conference paper*
- Bonacchi, M. et al. (2022), Did the introduction of a reputation mechanism for stewardship code voluntary disclosures improve investor engagement, *ECGI Law Working Paper*, no.622/2022
- Boot, A. (2023), Invloed aandeelhouders vaak te beperkt, In D. Bezemer, K. Cools, & A. Boot (eds.), *Ondernemingsbeleid in een wereld van financialisering*, pp.47-58.
- Bosma, D. et al. (2022), Conservation through conversation: a framework for shareholder engagement on biodiversity, *Erasmus Platform for Sustainable Value Creation & ASN Bank*
- Brest, P. et al. (2013), Unpacking the impact in impact investing, *Stanford Social Innovation Review*
- Brest, P. et al. (2018), How investors can (and can't) create social value, *ECGI Law Working Paper*, no.394/2018
- Brière, M. et al. (2024), Institutional investors' approaches to responsible investing: insights from an investors' survey and academic research, *Investment Institute Working Paper*, no.153
- Broccardo, E. et al. (2022), Exit versus voice, *Journal of Political Economy*, 130(12)
- Busch, T. et al. (2023), ESG and firm value effects of shareholder proposals, *Academy of Management Proceedings*, 2023(1)
- Caldecott, B. et al. (2024), How sustainable finance creates impact: transmission mechanisms to the real economy, *Review of World Economics*
- Ceccarelli, M. et al. (2021), Which institutional investors drive corporate sustainability?, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3988058>

- Coffee, J. (2021), The coming shift in shareholder activism: From “Firm-Specific” to “Systematic Risk” proxy campaigns (and how to enable them), *Brooklyn Journal of Corporate, Financial and Commercial Law*, no.45
- Derwall, J. et al. (2022), Actief aandeelhouderschap, engagement en ESG: rendement en impact?, In *KVS Preadviezen 2022: Corporate Governance en het Maatschappelijk Belang*, pp.59-66
- Diaz-Rainey, I. et al. (2023), Shareholder Activism on Climate Change: Evolution, Determinants, and Consequences, *Journal of Business Ethics*, 193, pp.481–510
- Dimson, E. et al. (2015), Active ownership, *The Review of Financial Studies*, 28(12), pp.3225–3268
- Dimson, E. et al. (2023), Coordinated engagements, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, no.721/2021
- Drobetz, W. et al. (2023), Institutional investors and corporate environmental costs: The roles of investment horizon and investor origin, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4322042>
- Dyck, A. et al. (2018), Do institutional investors drive corporate social responsibility? International evidence, *Journal of Financial Economics*, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2708589>
- Edmans, A. (2019), The stewardship role of investors, beschikbaar op: <https://www.gresham.ac.uk>
- Edmans, A. et al. (2024), Sustainable investing – evidence from the field, *FEB-RN Research Paper*, no.18/2024
- Elst, C. van der, et al. (2020), Shareholder stewardship in the Netherlands: The role of institutional investors in a stakeholder oriented jurisdiction, *European Corporate Governance Institute – Law Working Paper*, no.492/2020
- Eumedion (2018), Nederlandse stewardship code, beschikbaar op: <https://www.eumedion.nl/themas/Stewardship.html>
- Eumedion (2024), Herijking van het stakeholdersmodel en de rol van Nederlandse institutionele beleggers, *Eumedion green paper*
- Fancy, T. (2021), The secret diary of a sustainable investor, beschikbaar op: <https://medium.com/@sosofancy>
- Ferraro, F. et al. (2018), Creating common ground: a communicative action model of dialogue in shareholder engagement, *Organization Science*, 29(6), pp.1187 - 1207
- Flammer, C. et al. (2021), Shareholder activism and firms’ voluntary disclosure of climate change risks, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3468896>
- FRC (2019), The UK stewardship code 2020, beschikbaar op: <https://www.frc.org.uk/library/standards-codes-policy/stewardship/>
- Fukami, K., et al. (2022), Institutional investors and stewardship, *OECD Corporate Governance Working Papers*, no.25
- Garcia-Sanchez, I. et al. (2020), Do institutional investors drive corporate transparency regarding business contribution to the Sustainable Development Goals?, *Business Strategy and the Environment*, 29(1)
- Gatti, M. et al. (2024), How does board-shareholder engagement really work? Evidence from a survey of corporate officers and from disclosure data, *Bocconi Legal Studies Research Paper*, no.4256925
- Geest, L. van, et al. (2023), Hoofdstuk 4 - Van duurzaamheidsverslaggeving naar impact, In *De beursvennootschap en de institutionele belegger: naar een nieuwe balans*, Wolters Kluwer
- Giordino, D. et al. (2024), Institutional investors ownership concentration and its effect on disclosure and transparency of United Nations sustainable development goals, *Technological Forecasting and Social Change*, 200(3), pp.123-132
- Glossner, S. (2018), Investor horizons, long-term blockholders, and corporate social responsibility, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3180779>
- Gosling, T. (2024), A new focus for investor climate commitments, *CFA Institute, R&P Center Paper*
- Gosling, T. (2025), Universal owners and climate change, *Journal of Financial Regulation*, 11(1), pp.1-40
- Grewal, J. et al. (2016), Shareholder activism on sustainability issues, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2805512>
- Gutterman, A. (2023), Investor Relations and Engagement, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4487478>

- Hastreiter, N. (2024), Can investor coalitions drive corporate climate action?, *Grantham Research Institute on Climate change and the Environment Working Paper*, no.415
- Heath, D. et al. (2023), Does Socially Responsible Investing Change Firm Behavior?, *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*, no.762/2021
- Heeb, F. (2024), The Impact of Climate Engagement: A Field Experiment, *Swiss Finance Institute Research Paper*, no.24-04
- Hoepner, A. (2020), ESG Shareholder Engagement and Downside Risk, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, no.671/2020
- Ilhan, E. et al. (2022), Climate risk disclosure and institutional investors, *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*, no.661/2020
- Johnston, A. et al. (2021), Governing institutional investor engagement: from activism to stewardship to custodian?, *Journal of Corporate Law Studies* 22(1), pp.1-38
- Koedijk, K. et al. (2020), Wat weten we nu écht over verantwoord beleggen?, *ESG wetenschappelijke literatuurstudie in opdracht van Stichting Algemeen Burgerlijk Pensioenfonds (ABP)*
- Kölbel, J. et al. (2019), Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3289544>
- Kordsachia, O. et al. (2022), Do sustainable institutional investors contribute to firms' environmental performance? Empirical evidence from Europe. *Review of Managerial Science*, 16
- Kräussl, R. et al. (2023), A Review on ESG Investing: Investors' Expectations, Beliefs and Perceptions. *Center for Financial Studies Working Paper*, no.694
- Krueger, P. et al. (2019), The Importance of Climate Risks for Institutional Investors, *European Corporate Governance Institute - Finance Working Paper*, no.610/2019
- Lafarre, A. (2024), Do Institutional Investors Vote Responsibly? Global Evidence, *TILEC Discussion Paper*, no.DP2022-001
- Marti, E. et al. (2024), The Impact of Sustainable Investing: A Multidisciplinary Review, *Journal of Management Studies*, 61(5)
- McCahery, J. et al. (2016) Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors, *Journal of Finance*, 71, pp.2905-2932
- Michelon, G. et al. (2019). The marketization of a social movement: activists, shareholders and CSR disclosure, *Accounting, Organizations and Society*, 80
- Naaraayanan, S. et al (2021). The Real Effects of Environmental Activist Investing, *European Corporate Governance Institute – Finance Working Paper*, no.743/2021
- Oliveros Fontaine, J. et al (2024), What are investors most interested in about sustainability? An approach from the scientific literature, *Sustainability*, 16(8)
- PRI (2018), How ESG engagement creates value for investors and companies, beschikbaar op: <https://www.unpri.org/>
- PRI (2019), Spotlight on responsible investment in private debt, beschikbaar op: <https://www.unpri.org/private-debt/>
- PRI (2021), An introduction to responsible investment: stewardship, beschikbaar op: <https://www.unpri.org/investment-tools/stewardship>
- PRI (2022), A sustainable finance policy engagement handbook, 2022, beschikbaar op: <https://www.unpri.org/policy/>
- Qian, C. (2022), Shareholder activism in the ESG space: An analysis of the composition, success rates and ESG score relationship of shareholder proposals from 2013-2020, *Wharton Research Scholars Working Paper*
- Redington (2023), Redington's investment manager stewardship code reporting survey, beschikbaar op: <https://redington.co.uk/publication/stewardship-code-reporting-analysis-2023/>
- Ringe, W. (2021), Sustainability in Corporate Governance, *European Corporate Governance Institute - Law Working Paper*, no.615/2021
- Ringe, W. (2023), Investor Empowerment for Sustainability, *Review of Economics*, 74(1), pp.21-52
- Salvioni, D. et al. (2020), Transitioning Toward a Circular Economy: The Impact of Stakeholder Engagement on Sustainability Culture, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3716304>

- Scheitza, L. et al. (2020), The Impact of Impact Funds – A Global Analysis of Funds With Impact-Claim, *Journal of Financial Transformation*, beschikbaar op SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4082091>
- ShareAction (2023), Introducing a standardized framework for escalating engagement with companies – Responsible investment standards and expectations, *RISE paper*, no.2
- Sustainalytics (2024), Six Sustainable Investing Trends to Watch in 2025, *Research Report*
- UNCTAD (2023), A sustainability integration framework for institutional investors, beschikbaar op: <https://unctad.org/>
- UNEP Finance Initiative (2022), The future of investors engagement: A call for systematic stewardship to address systemic climate risk, *discussion paper*
- Velte, P. (2020), Institutional ownership, environmental, social, and governance performance and disclosure – a review on empirical quantitative research, *Problems and Perspectives in Management*, 18(3), pp.282-305
- Velte, P. (2022), Which Institutional Investors Drive Corporate Sustainability? A Systematic Literature Review. *Business Strategy and the Environment*, 32(1), pp.42-71
- Wagemans et al. (2018), Engagement on ESG issues by Dutch pension funds: is it reaching its full potential?, *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 8(4), pp.301-322