

Veel soorten rapporten met niet-financiële informatie – door de bomen het bos weer zien?

René Orij, Ries Breijer, Michael Erkens

Received 31 August 2022

Accepted 17 October 2022

Published 21 December 2022

Samenvatting

In dit artikel wordt uiteengezet welke rapporten met niet-financiële informatie Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen publiceren, en hoe dat te koppelen is aan de beoogde doelgroep van die rapporten. De meeste ondernemingen blijken naast het traditionele jaarrapport niet-financiële themarapporten te publiceren. Andere ondernemingen publiceren geïntegreerde rapporten of ze publiceren de voornoemde rapporten naast elkaar (Breijer and Orij 2022). Dit onderzoek gaat over de rapportages van de 75 hoofdfondsen van de AEX, AMX en AScX. Voor een deel van deze ondernemingen is verslaggeving over niet-financiële informatie verplicht (AE 2018; EU 2014). Uit het onderzoek blijkt dat ondernemingen alleen heldere keuzes maken over het verstrekken van niet-financiële informatie aan specifieke belanghebbenden bij de aparte niet-financiële themarapporten. Aanvullend is gekeken naar verschillen in leesbaarheid: gemiddeld genomen zijn rapporten die niet-financiële informatie bevatten beter leesbaar dan zuiver financiële rapporten.

Relevantie voor de praktijk

De rol van de onderneming in de samenleving verandert. Er wordt meer transparantie verwacht over de impact die de onderneming maakt op de maatschappij en het milieu. De inhoud van dit artikel kan ondernemingen helpen bij het maken van keuzes met betrekking tot de doelgroep van rapportages: zijn deze vooral bestemd voor aandeelhouders of voor een bredere groep stakeholders? Duidelijkheid hierover kan leiden tot betere vergelijkbaarheid van informatie.

Trefwoorden

Verslaggeving, niet-financiële informatie, stakeholders

1. Inleiding

Ondernemingen publiceren jaarrapporten om belanghebbenden te informeren. Van het traditionele financiële jaarverslag tot allerlei niet-financiële rapporten en geïntegreerde rapporten. In hun onderzoek onder 600 grote Europese ondernemingen hebben Breijer and Orij (2022) vastgesteld dat ondernemingen die niet-financiële informatie publiceren dat vaak doen met separate rapporten, die naast het traditionele financiële jaarverslag worden gepubliceerd. Vooral de keuze voor het te gebruiken niet-financiële raamwerk lijkt gekoppeld te zijn aan het type rapport. In navolging van het onderzoek van Breijer

and Orij (2022) is een onderscheid aangebracht tussen (i) niet-financiële raamwerken die gericht zijn op aandeelhouders en (ii) niet-financiële raamwerken die gericht zijn op een bredere groep stakeholders (zie bijlage 2).

Dit is een exploratief onderzoek naar de praktijk van het rapporteren door Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen. Welke soorten rapporten worden gepubliceerd, welke raamwerken worden gebruikt, en hoe zouden de verschillen kunnen worden geduid? Het doel van het verstrekken van niet-financiële-informatie en de doelgroep zijn vaak niet helder. Wellicht kan deze duiding

helpen om gebruikers van de rapporten door het bos weer de bomen te laten zien.

Vanwege de verplichting die geldt voor veel van de onderzochte ondernemingen zijn discretionaire keuzes door ondernemingen niet los te zien van regelgeving, compliance en handhaving.

Als afbakening is gekozen voor rapporten waarin niet-financiële informatie wordt verstrekt. De vaststelling of niet-financiële informatie is verstrekt, is in dit onderzoek gedaan aan de hand van de toepassing van een niet-financieel raamwerk. Andere objectieve criteria om vast te stellen wat niet-financiële informatie is, zijn er niet. Daarbij hebben we:

- (i) Alleen de verslagen over 2021 bekeken en niet de rapporten die op de langere termijn betrekking hebben, zoals soms het geval is bij niet-financiële rapporten;
- (ii) Alleen Engelstalige verslagen bekeken, omwille van de vergelijkbaarheid. (Alle ondernemingen hebben Engelstalige verslagen gepubliceerd.)

2. Regelgeving en theoretisch kader

Regelgeving over niet-financiële verslaggeving bestaat, maar is niet zeer gedetailleerd (Breijer and Orij 2022). Sinds 2017 geldt voor grote OOB's de non-financial reporting directive (NFRD). Over enkele jaren zal voor een grotere groep ondernemingen de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) gaan gelden, die een uitbreiding is van de NFRD. Het betreft hier zowel een uitbreiding qua aantallen ondernemingen als qua vereisten (Vergoossen 2022). In de NFRD is het concept 'niet-financieel' in het kader van verslaggeving min of meer gelijkgesteld aan het begrip duurzaamheid, en dan duurzaamheid in brede zin; milieu en maatschappij. Op basis van de NFRD kunnen de doelstellingen van niet-financiële verslaggeving als volgt worden omschreven, en die doelen zijn overlappend, aanvullend, maar ook enigszins conflicterend (Orij et al. 2020):

- Om duurzaamheidsprestaties te meten en te rapporteren, die te koppelen zijn aan duurzame ontwikkeling;
- Om nuttige informatie te verstrekken voor de financiële markten; en
- Ter ondersteuning van verantwoordingsmechanismen van bedrijven richting (niet-financiële) stakeholders en de samenleving.

Theoretisch kunnen deze doelen op verschillende wijzen worden aangevlogen: van agentschapstheorie tot legitimiteitstheorie, stakeholdertheorie, signaleringstheorie en de koppeling met efficiënte markten, ofwel de efficiënte markthypothese.

Financiële verslaggeving heeft als belangrijkste doelstelling het nut voor beslissingen door de gebruikers, hoewel het fenomeen niet op basis van sterke theoretische reddenatie is ontstaan. Of, zoals Williams and Ravenscroft (2015, p. 763) beschrijven: "De FASB koos niet voor gebruiksnuut na een filosofisch zorgvuldige of theoretische

afweging". Daarnaast geven zij aan dat de argumenten vooral pragmatisch van aard waren: gebruiksnuut is empirisch te toetsen (Williams and Ravenscroft 2015). Niet-financiële verslaggeving leent zich ook voor empirische verificatie, maar het is de vraag of gebruiksnuut de belangrijkste basis is voor dat type informatieverschaffing. De theoretische onderbouwing van niet-financiële verslaggeving wordt in de literatuur vaak gekoppeld aan de maatschappelijke 'license to operate' (Deegan 2002), het informeren van bepaalde stakeholders, en verantwoording afleggen aan die stakeholders (Orij 2010), maar ook duurzame ontwikkeling (Orij et al. 2020). Er zijn dus verschillende partijen met informatiebehoefte, die op verschillende manieren informatie ontvangen, en wiens behoeften op verschillende manieren worden geanalyseerd. Het is dan de vraag of een enkel rapport dat bedoeld is voor alle belanghebbenden wel aan de informatiebehoefte van iedere afzonderlijke belanghebbende kan voldoen. De discussie hierover is nog gaande, maar een belangrijk element van de koppeling met duurzame ontwikkeling is de dubbele materialiteit, ofwel de materialiteit van informatie voor de onderneming en maatschappij en milieu (Adams and Abhayawansa 2022).

Het feit dat verschillende rapporten gepubliceerd mogen worden om aan de NFRD te voldoen, kan ten grondslag liggen aan de veelheid aan soorten rapporten en combinaties van rapporten in de Europese context. Breijer and Orij (2022) melden dat de NFRD stelt dat niet-financiële informatie kan worden gepresenteerd in het bestuursverslag als onderdeel van het jaarverslag of in een afzonderlijk verslag (EU 2014; AE 2018). Dit betekent dat bedrijven een op zichzelf staand niet-financieel (duurzaamheids) rapport kunnen opstellen of niet-financiële informatie kunnen geven in hun annual report om te voldoen aan de NFRD. De Federation of European Accountants (FEE) heeft gesteld dat er acht niet-financiële raamwerken zijn die kunnen worden toegepast om aan de NFRD te voldoen (FEE 2016; zie bijlage 2). De bijzonderheid in Nederland is dat de NFRD-optie om alleen een separaat niet-financieel rapport te publiceren niet in de nationale wetgeving is opgenomen (Staatsblad 2017).

In 2021 en 2022 gebeurt er veel op het terrein van (niet-financiële) regelgeving. De EU werkt de CSRD verder uit, EFRAG is bezig met de ontwikkeling van de European Sustainability Standards (EFRAG 2022), de IFRS Foundation heeft een International Sustainability Reporting Standards Board opgezet (IFRS 2022), en de IFRS Foundation is gefuseerd met de organisaties achter het IIRC en de SASB. Het effect van deze ontwikkelingen op het gebied van regelgeving is moeilijk in te schatten en vindt vooral plaats na het onderzochte jaar. Om die reden wordt dit niet meegenomen in dit onderzoek.

3. Dataverzameling

Financiële data van de 75 AEX-, AMX-, en AScX-ondernemingen en data over aantallen werknemers komen

uit Refinitiv. De benodigde rapporten zijn handmatig van de websites van de onderzochte ondernemingen gedownload. Rapporten zijn door een onderzoeker gedownload en dat werk is door een andere onderzoeker gecontroleerd.

Om vast te stellen of de onderzochte ondernemingen een of meer niet-financiële raamwerken hebben toegepast, gebruikten we computerondersteunde tekstanalyse (computer-aided text analysis (CATA)) voor de pdf's. Deze inhoudsanalysetechniek is relatief nieuw in accounting-onderzoek en maakt gebruik van software om grote hoeveelheden tekst te analyseren. CATA voorkomt mogelijke fouten bij het handmatig verkrijgen van data, omdat algoritmes zijn geprogrammeerd om teksten te analyseren en bepaalde subjectiviteit wordt vermeden (Breijer and Orij 2022). Zie bijlagen 1 en 2 voor de gedefinieerde zoektermen, die ook voor een andere dataset zijn gebruikt in Breijer and Orij (2022), en bijlage 3 voor een koppeling tussen gebruikte raamwerken en soorten rapporten. Om de leesbaarheid van de rapporten te meten, is de door Gunning ontwikkelde Fog-index gebruikt; een veelgebruikte leesbaarheidsformule in onderzoek naar externe verslaggeving (Feenstra 2012). Voor het opzoeken van de gedefinieerde zoektermen in rapporten, alsmede het berekenen van de leesbaarheid van rapporten, is gebruik gemaakt van het softwarepakket 'Quanteda' (Quantitative Analysis of Textual Data), toegepast in de open-source programmeertaal R.

4. Resultaten: analyse van de soorten rapporten

In het kader van dit onderzoek worden in dit artikel achtereenvolgens vier tabellen besproken: een beschrijving van de dataset (tabel 1), een geaggregeerde beschrijving van de verschillende typen rapporten gekoppeld aan de gebruikte raamwerken (tabel 2), een tabel met voorbeelden en quotes ten aanzien van de focus van de rapporten (tabel 3) en een vierde tabel met de analyse van leesbaarheid van de rapporten (tabel 4). In de bijlagen (1, 2 en 3) worden nog drie tabellen getoond met verklarende achtergrondinformatie en bijlage 4 biedt een overzicht van de onderzochte bedrijven.

De toepassing van specifieke raamwerken, gericht op aandeelhouders of stakeholders, gebruiken we als een classificatie van het soort informatie dat in een rapport is verstrekt aan welke doelgroep. Dat doen we op die manier, omdat het type rapport zelf geen goede classificatie is als input voor een analyse. Dat komt vooral doordat annual reports meer soorten informatie blijken te bevatten: niet alleen financiële informatie, maar juist ook in veel gevallen niet-financiële informatie. Als 'Annual report' een aparte groep zou zijn, dan zijn daar twee soorten van: annual reports zonder niet-financiële informatie (waarin geen raamwerk is gebruikt) en annual reports met niet-financiële informatie (waarin wel een raamwerk is gebruikt). Dat zal een verstoord beeld geven als het gaat om niet-financiële informatie. Het voornoemde

lijkt overigens een effect van de Nederlandse wet te zijn, omdat in Nederland de vereiste niet-financiële informatie, zoals voorgeschreven in de NFRD, opgenomen moet worden in het bestuursverslag (onderdeel van het annual report (Staatsblad 2017)).

Breijer and Orij (2022) voeren aan dat de raamwerken ook de doelgroep van het rapport kunnen helpen vaststellen. Zij melden dat de raamwerken van de SASB en het IIRC op aandeelhouders gericht zijn, en onder andere de GRI en de UN Global Compact op stakeholders (zie bijlage 2). In tabel 1 staat de beschrijvende statistiek van de onderzochte ondernemingen met daarbij een ruwe schets van het aantallen en soorten rapporten. Meer details over de rapporten zijn te vinden in tabel 2 en 3. We hebben 75 ondernemingen onderzocht, 25 van elke index, waarvan er 65 aan de NFRD moeten voldoen (zie voor de criteria de legenda van tabel 1). Logischerwijs moeten alle AEX-ondernemingen daaraan voldoen. Van de andere indices geldt het volgende: op een na ook alle AMX-ondernemingen en 16 van de 25 AScX-ondernemingen.

Bij de 25 ondernemingen in de AEX hebben we 39 rapporten geïdentificeerd. In de twee andere indices treffen we respectievelijk 31 en 29 rapporten aan. AEX-ondernemingen zijn gemiddeld groter dan ondernemingen in de andere indices. Een korte conclusie is dat grotere ondernemingen (die zijn opgenomen in de AEX) meer separate niet-financiële rapporten publiceren, wat mogelijk is toe te schrijven aan het feit dat deze onder een publiek vergrootglas liggen.

Tabel 1. Onderzochte rapporten en ondernemingen.

| Panel A: Rapporten en ondernemingen | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|
| | Totaal | AEX | AMX | ASCX |
| | n | n | n | n |
| Aantal rapporten | 99 | 39 | 31 | 29 |
| Aantal ondernemingen | 75 | 25 | 25 | 25 |
| Ondernemingen die als 'grote onderneming' te kwalificeren zijn ^a | 72 | 25 | 25 | 22 |
| Ondernemingen die in de scope van de Directive vallen ^b | 65 | 25 | 24 | 16 |
| Panel B: Balanstotaal, netto-omzet en aantal voltijdsequivalenten | | | | |
| | Totaal | AEX | AMX | ASCX |
| | Gemiddelde | Gemiddelde | Gemiddelde | Gemiddelde |
| Balanstotaal (€ miljoen) | 37,661 | 86,588 | 24,732 | 1,665 |
| Netto-omzet (€ miljoen) | 6,836 | 16,650 | 2,877 | 980 |
| Aantal voltijdsequivalenten | 22,957 | 53,308 | 10,369 | 5,193 |

^aBW 2 Titel 9 definieert een 'grote onderneming' als een onderneming die twee van de drie criteria overschrijdt, zijnde balanstotaal (€ 20 miljoen), netto-omzet (€ 40 miljoen) en aantal voltijdsequivalenten (250), gedurende twee opeenvolgende boekjaren.

^bDe Directive richtlijn staat de lidstaten toe om staatspecifieke vereisten op te leggen aan ondernemingen (AE 2018). Volgens de Nederlandse wetgeving wordt van ondernemingen met een gemiddeld aantal voltijdsequivalenten van meer dan 500, die van algemeen belang zijn (bijvoorbeeld beursgenoteerd) en kwalificeren als een grote onderneming, verwacht dat zij vanaf hun rapportagecyclus vanaf 2018 niet-financiële informatie openbaar maken (d.w.z. verwijzend naar de boekjaren die in 2017 begonnen).

In tabel 2, Panel A, is te zien welke soorten reguliere jaarrapporten en welke niet-financiële rapporten ondernemingen publiceren. In bijlage 1 staan de termen die gebruikt zijn om de rapporten te classificeren. De grote

lijn is dat er jaarrapporten worden gepubliceerd, brede en specifieke duurzaamheidsrapporten en geïntegreerde rapporten. Aan de hand van de percentages van het aantal rapporten per groep valt te zien dat er veel overlap bestaat; bedrijven publiceren verschillende rapporten naast elkaar, die in sommige gevallen overlappen. Ter illustratie: er zijn ondernemingen die alleen een annual report publiceren, ondernemingen die alleen een geïntegreerd rapport publiceren, maar ook ondernemingen die een geïntegreerd rapport publiceren naast een annual report. Daarnaast publiceren enkele bedrijven zowel een annual report, een geïntegreerd report als een zuiver niet-financieel rapport (bijvoorbeeld een sustainability report). Het fenomeen ‘integrated report’ werd in 2013 door de IIRC geïnitieerd, maar het is blijkbaar nog steeds niet duidelijk wat er met zo’n rapport beoogd

innemen – maar dat deze rapporten naast elkaar worden gepubliceerd. Naast de geïntegreerde rapporten en jaarrapporten worden er ook allerlei afzonderlijke duurzaamheidsrapporten gepubliceerd, zoals sustainability-, ESG-, CSR- en impact-reports. Die worden naast de annual reports gepubliceerd, maar ook in combinatie met de geïntegreerde rapporten. Het ‘sustainability report’ is het meest voorkomende, separate en zuivere niet-financiële rapport, gepubliceerd door 9% van alle ondernemingen. De categorie ‘overig’ bevat een paar minder voorkomende specifieke rapporten, zoals ‘human rights progress reports’ en ‘climate action reports’. Specifieke financiële rapporten, zoals bancaire ‘pillar 3-reports’ en ‘remuneration reports’, zijn niet meegenomen in de analyse, omdat daar geen niet-financieel raamwerk aan gekoppeld kan worden (zie paragraaf 3).

Tabel 2. Type rapporten en het gebruik van niet-financiële raamwerken.

| Panel A: Type rapporten ^a | | | | | | | | | | | | |
|--|-----------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|---------------------|-----------|---------------------|--|--|--|--|
| Type rapporten | Totaal | | AEX | | AMX | | ASCX | | | | | |
| | n | % van ondernemingen | n | % van ondernemingen | n | % van ondernemingen | n | % van ondernemingen | | | | |
| Integrated reports | 6 | 8% | 4 | 16% | 2 | 8% | 0 | 0% | | | | |
| Annual reports | 73 | 97% | 24 | 96% | 24 | 96% | 25 | 100% | | | | |
| Environmental, Social and Governance (ESG) reports | 3 | 4% | 1 | 4% | 0 | 0% | 2 | 8% | | | | |
| Corporate Social Responsibility (CSR) reports | 2 | 3% | 1 | 4% | 1 | 4% | 0 | 0% | | | | |
| Sustainability reports | 7 | 9% | 4 | 16% | 2 | 8% | 1 | 4% | | | | |
| Impact reports | 4 | 5% | 2 | 8% | 2 | 8% | 0 | 0% | | | | |
| Other reports | 4 | 5% | 3 | 12% | 0 | 0% | 1 | 4% | | | | |
| Totaal | 99 | | 39 | | 31 | | 29 | | | | | |

| Panel B: Gebruik van op stakeholders en aandeelhouders gerichte niet-financiële raamwerken ^b | | | | | | | | | | | | |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Type rapporten | Totaal | | | AEX | | | AMX | | | ASCX | | |
| | A | B | C | A | B | C | A | B | C | A | B | C |
| in percentages van rapporten | | | | | | | | | | | | |
| Integrated reports | 17% | 67% | 83% | 25% | 75% | 75% | 0% | 50% | 100% | n/a | n/a | n/a |
| Annual reports | 16% | 44% | 81% | 4% | 63% | 92% | 17% | 46% | 83% | 28% | 24% | 68% |
| Environmental, Social and Governance (ESG) reports | 0% | 33% | 100% | 0% | 100% | 100% | n/a | n/a | n/a | 0% | 0% | 100% |
| Corporate Social Responsibility (CSR) reports | 0% | 50% | 100% | 0% | 100% | 100% | 0% | 0% | 100% | n/a | n/a | n/a |
| Sustainability reports | 0% | 43% | 100% | 0% | 75% | 100% | 0% | 0% | 100% | 0% | 0% | 100% |
| Impact reports | 50% | 25% | 25% | 50% | 0% | 50% | 50% | 50% | 0% | n/a | n/a | n/a |
| Other reports | 25% | 0% | 75% | 33% | 0% | 67% | n/a | n/a | n/a | 0% | 0% | 100% |
| Alle rapporten | 16% | 42% | 81% | 10% | 59% | 87% | 16% | 42% | 81% | 24% | 21% | 72% |

^a De categorisering van rapporten is gebaseerd op het voorkomen van vooraf gedefinieerde zoektermen en query's (een reeks woorden) in de titel van een rapport. Als de titel van een rapport bijvoorbeeld het woord ‘integrated’ bevat, is het rapport gecategoriseerd als integrated report; zie bijlage 1 voor een overzicht van de gebruikte zoektermen om de rapporten te categoriseren.

^b We richten ons op het gebruik van niet-financiële raamwerken die geschikt worden geacht om te voldoen aan de richtlijn door de Federation of European Accountants; die zijn ontwikkeld door de Sustainability Accounting Standards Board (SASB), International Integrated Reporting Council (IIRC), European Federation of Financial Analysts Societies (EFFAS), Global Reporting Initiative (GRI), United Nations Global Compact (UNGC), International Organization for Standardization (ISO), AccountAbility (AA) en Federation of European Accountants (FEE) (FEE 2016). Bijlage 1 categoriseert de niet-financiële rapportageraamwerken in ‘aandeelhouder-gericht’ en ‘stakeholder-gericht’ en geeft een overzicht van de gebruikte zoektermen om het gebruik van ieder afzonderlijk raamwerk vast te leggen.

wordt; de integratie van alle financiële en niet financiële informatie in één rapport, of een rapport met alleen informatie over de integratie van die beide, zoals het concept ‘connectivity’ (IIRC 2021) en een (rudimentaire) analyse van de dubbele materialiteit. Overigens blijkt het raamwerk van de IIRC niet de enige naamgever te zijn van geïntegreerde rapporten. Daarvoor wordt soms ook het raamwerk van GRI (GRI 2022) gebruikt, of een combinatie van die twee raamwerken. Uit onze data komt naar voren dat geïntegreerde rapporten niet in alle gevallen in plaats van annual reports worden gepubliceerd – en daarmee ook formeel de plek daarvan

In Panel B van tabel 2 is een extra verdiepingsslag gemaakt met het type raamwerk dat in specifieke rapporten is gebruikt: een op aandeelhouders of op stakeholders gericht raamwerk. Gezien de aantallen rapporten per afzonderlijke type, kunnen we met name een uitspraak doen over het gebruik van verschillende raamwerken in annual reports. Wat daar opvalt, is dat in het overgrote deel van de annual reports een niet-financieel raamwerk wordt gebruikt. Daaruit kan de conclusie worden getrokken dat in die annual reports ook niet-financiële informatie wordt verstrekt, en dat die rapporten in meer of mindere mate geïntegreerde rapporten zijn, maar dat ze niet zo door de ondernemingen

zelf worden betiteld. Dit is wellicht een uitvloeisel van het specifieke Nederlandse vereiste, dat compliance met de NFRD voor het bestuursverslag geldt (Staatsblad 2017).

In figuur 1 is zichtbaar dat in 84% van de annual reports een niet-financieel raamwerk wordt gebruikt¹; in 81% van de gevallen wordt een op stakeholders gericht niet-financieel raamwerk gebruikt, in 44% van de gevallen een op aandeelhouders gericht niet-financieel raamwerk. Dit houdt in dat:

- in 3% van de annual reports alleen een op aandeelhouders gericht niet-financieel raamwerk wordt gebruikt (er wordt wel een op aandeelhouders gericht niet-financieel raamwerk gebruikt en geen op stakeholders gericht niet-financieel raamwerk); en
- in 40% van de annual reports alleen een op stakeholders gericht niet-financieel raamwerk wordt gebruikt.

Wat verder opvalt in tabel 2 Panel B, is dat bij de AEX-rapporten vaker niet-financiële raamwerken worden gebruikt (90% van de rapporten; 100% min de getoonde 10% voor geen rapport) dan bij AMX (84%) en AScX (76%). Bij AEX-ondernemingen worden in 56% van de gevallen beide types raamwerken in hetzelfde rapport toegepast, en bij de andere indexen betreft dit 39% (AMX) en 17% (AScX). Dit laat zien dat in rapporten niet helder wordt gekozen voor één soort doelgroep, maar dat ondernemingen met hetzelfde rapport meerdere doelgroepen tegelijkertijd willen bedienen.

Tevens is zichtbaar dat bij de kleinere ondernemingen relatief gezien minder vaak op aandeelhouders gerichte raamwerken worden gebruikt. Dat zou op speculatieve wijze kunnen worden verklaard doordat kleine ondernemingen minder internationaal gericht zijn. De organisaties achter de raamwerken SASB en IIRC (beide op aandeelhouders gerichte raamwerken) zijn eerder internationaal/Angelsaksisch dan gericht op het Europese continent.

Bij de specifieke duurzaamheidsverslagen (ESG-, CSR- en sustainability-reports) wordt in alle gevallen

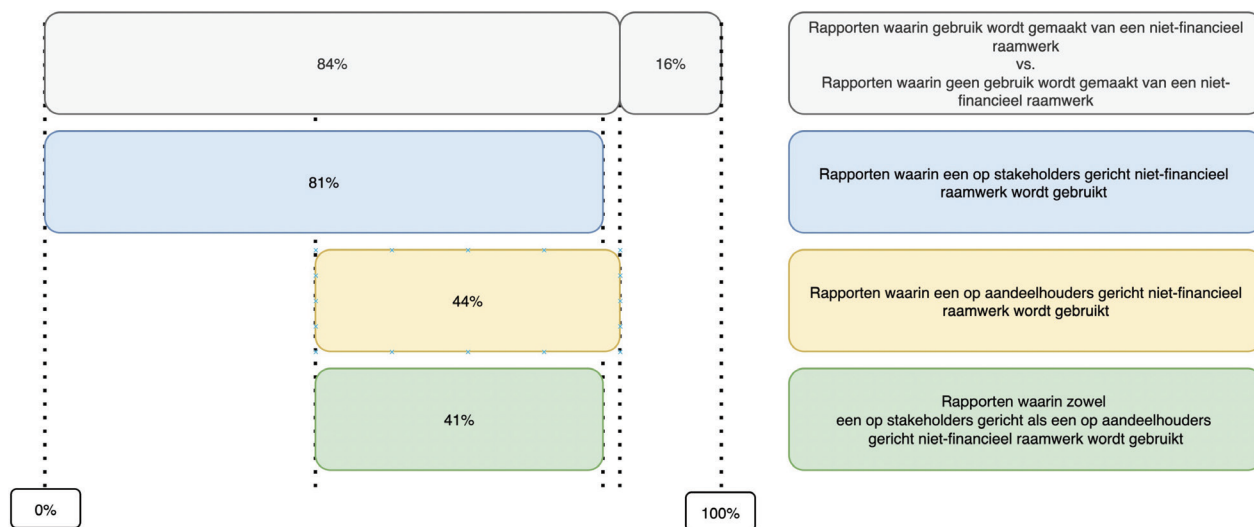
een stakeholderraamwerk toegepast, maar in veel gevallen ook een aandeelhouderraamwerk. De dubbele toepassing vindt vaker plaats bij bedrijven die zijn opgenomen in de AEX dan bij bedrijven die in een van de andere indexen zijn opgenomen. Hoewel dit geen volledig helder beeld geeft van de keuzes die ondernemingen maken, is bij 67% van de zuivere ESG-rapporten alleen een stakeholdergericht raamwerk gebruikt en bij 33% zijn beide types raamwerken gebruikt. De percentages zijn als volgt: 100% gebruikt een stakeholderraamwerk, en 33% daarnaast ook een aandeelhouderraamwerk. Oftewel, 67% gebruikt dus alleen een stakeholderraamwerk. Voor Sustainability en CSR zijn die percentages iets anders: bij CSR gebruikt 50% alleen een stakeholderraamwerk, bij sustainability is dat 57% (100% gebruikt een stakeholderraamwerk en 43% daarnaast ook een aandeelhouderraamwerk; dus 57% alleen een stakeholderraamwerk).

Opvallend is dat bij de impactrapporten vaak geen raamwerk wordt toegepast, slechts in 50% van de gevallen; gelijk verdeeld over de types raamwerken. Een kanttekening is dat het hier wel om een heel klein aantal rapporten gaat (vier).

In tabel 3 staan quotes van twee ondernemingen die helder kiezen voor een doelgroep (gebruiken of een stakeholdergericht raamwerk of een aandeelhoudergericht raamwerk) en van één onderneming die dat niet doet (gebruikt beide types raamwerken). Prosus N.V. richt zich helder op ‘investors and analysts’ (en dat is min of meer gelijk aan shareholder-gerichtheid), en koppelt ook het raamwerk van SASB daaraan. In het rapport (niet in deze tabel), staat dat ze materialiteit alleen beschouwen voor de eigen groep van ondernemingen, niet voor de maatschappij. Er wordt dus alleen gekeken naar financiële materialiteit.

Het sustainabilityrapport van Koninklijke Boskalis Westminster N.V. is helder m.b.t. die keuze – alleen GRI – voor een bredere doelgroep van stakeholders. Aegon kiest voor twee typen raamwerken, en daarmee twee typen doelgroepen, om een compleet beeld te tonen met één rapport.

Figuur 1. Percentages gerapporteerde raamwerken in annual reports uit Tabel 2, Panel B.



Tabel 3. Voorbeelden oriëntatie van rapporten.

| Onderneming | Index | Type rapport | Oriëntatie | Quote |
|---------------------------------|-------|-----------------------|---|---|
| Prosus N.V. | AEX | Annual Report | Alleen 'aandeelhouder-gericht' | <i>"To meet the needs of investors and analysts and provide financially material information for all our stakeholders, we align our disclosures with the Sustainability Accounting Standards Board (SASB). This is also the first year we have published an SASB response."</i> |
| Royal Boskalis Westminster N.V. | AMX | Sustainability Report | Alleen 'stakeholder-gericht' | <i>"Our Sustainability Report and sustainability data is prepared in accordance with our reporting principles, which are based on the international reporting guidelines of the Global Reporting Initiative (GRI) standards. The GRI reference table is included on pages 98–99 of the report. KPIs are selected on the basis of interactive stakeholder dialogue and the strategic issues relevant to Boskalis' operations."</i> |
| Aegon nv | AEX | Integrated Report | Zowel 'stakeholder-gericht' als 'aandeelhouder-gericht' | <i>"Aegon supports the IIRC and GRI in their push for more complete and relevant corporate reporting. Disclosure is only part of the story. For Aegon, integrated reporting is also about understanding both the financial and non-financial factors affecting its business, and using that understanding to drive better, more integrated decision-making."</i> |

5. Resultaten: leesbaarheid van rapporten

In tabel 4 worden de resultaten getoond ten aanzien van de leesbaarheid van rapporten. Leesbaarheid van jaarrapporten versterkt de beoogde effecten van informatieverschaffing. Deze leesbaarheid is gekoppeld aan begrijpelijkheid en duidelijkheid (Stone and Lodhia 2019). Begrijpelijkheid is al langer onderdeel van financiële verslaggeving via het IFRS Conceptual Framework. Begrijpelijkheid is daarin een versterkend kwalitatief kenmerk van gepubliceerde informatie (Van Offeren et al. 2013). De leesbaarheid is in tabel 4 gekoppeld aan de gebruikte niet-financiële raamwerken in de rapporten, omdat die gebruikte raamwerken een indicatie geven over het wel of niet publiceren van niet-financiële informatie en ook van de doelgroep van die informatie.

Rapporten die niet-financiële informatie bevatten, blijken beter leesbaar te zijn dan zuiver financiële rapporten. De hoogste Fog Index wordt gevonden bij rapporten waarin geen niet-financieel raamwerk wordt toegepast; 22,43 (hoe lager de Fog Index, des te beter de leesbaarheid). Hiervoor is geen eenduidige verklaring: het kan betekenen dat die teksten vanwege mogelijk eenvoudiger technisch jargon beter leesbaar zijn. Ook zou dit een verklaring kunnen zijn voor het feit dat rapporteren voor homogene groepen stakeholders (aandeelhouders) gemakkelijker en meer to the point is dan rapporteren voor een meer gediversifieerde groep stakeholders. Een verklaring zou ook kunnen zijn dat ondernemingen moedwillig informatiesoorten beter of minder goed leesbaar laten zijn. Dan zou de conclusie kunnen zijn dat de intrinsieke motivatie om stakeholders goed te informeren groter is dan de wens om de financiële markten goed te informeren. Maar op basis van de huidige data en analyse is de reden voor de relatief betere leesbaarheid

van niet-financiële informatie niet te achterhalen. Verder valt op dat er duidelijke verschillen zijn tussen de indices: AEX-ondernemingen publiceren, gemiddeld genomen, informatie die beter leesbaar is dan ondernemingen in de andere indices (score van 19,53). Dat kan komen doordat die ondernemingen meer niet-financiële informatie verstrekken, ofwel doordat deze veelal grotere ondernemingen professionelere communicatieafdelingen hebben dan kleinere ondernemingen die zijn opgenomen in de overige indexen.

6. Conclusie en slotbeschouwingen

In dit onderzoek is vastgesteld dat ondernemingen met verschillende rapporten op verschillende manieren verschillende doelgroepen bedienen. De 75 onderzochte ondernemingen publiceerden in totaal 99 rapporten over het boekjaar 2021. Het grootste aantal rapporten werd gepubliceerd door ondernemingen die zijn opgenomen in de AEX. Van de 99 rapporten was het overgrote deel een regulier annual report; de rest bestond uit geïntegreerde rapporten en specifieke duurzaamheidsrapporten.

Een duidelijke conclusie over het hoe en waarom van de aantallen rapporten blijkt lastig vast te stellen. Het effect van regelgeving is niet te abstraheren, omdat in de Nederlandse context de NFRD alleen van toepassing is op het bestuursverslag. Keuzes voor publicatie van duurzaamheidsrapporten zijn juist weer wel te isoleren, omdat die op vrijwillige basis zijn gepubliceerd. Dat kan worden onderbouwd met het intrinsiek gemotiveerd zijn om de maatschappij en stakeholders te willen informeren.

Het classificeren van de rapporten vereist meer diepgang dan het bekijken van de titels. Zo bevatten annual reports namelijk vaak, maar niet altijd, naast financiële ook niet-fi-

Tabel 4. Leesbaarheidsscores.

| | Totaal Gemiddelde | AEX Gemiddelde | AMX Gemiddelde | ASCX Gemiddelde |
|--|----------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Rapporten waarin wordt gemaakt van een niet-financieel raamwerk | 22.43 | 19.44 | 24.98 | 22.31 |
| Rapporten waarin enkel een op investeerders gericht niet-financieel raamwerk wordt gebruikt | 18.43 | 18.22 | 17.26 | 19.81 |
| Rapporten waarin enkel een op stakeholders gericht niet-financieel raamwerk wordt gebruikt | 20.28 | 19.01 | 20.47 | 21.08 |
| Rapporten waarin zowel een op stakeholders gericht als een op aandeelhouders gericht niet-financieel raamwerk wordt gebruikt | 19.75 | 19.89 | 19.57 | 19.53 |
| Alle rapporten | 20.36 | 19.53 | 20.74 | 21.07 |

Noot. We drukken de leesbaarheid van de rapporten uit in de Gunning Fog index. De Gunning Fog index is een inverse maat voor leesbaarheid en wordt als volgt berekend: (woorden per zin + percentage complexe woorden) * 0,4.

nanciële informatie. Er is daarom gekozen voor het al dan niet toepassen van een niet-financieel raamwerk als onderscheidend element van verschillende soorten informatie.

De gebruikte niet-financiële raamwerken boden ook helderheid over de doelgroep van het rapport. Omdat raamwerken een specifieke focus hebben – ze zijn aandeelhouder- of stakeholdergericht – kan door het gebruikte niet-financiële raamwerk de doelgroep van de informatie worden vastgesteld. De verschillen in werkwijzen van ondernemingen zijn mogelijk terug te voeren op die verschillen in focus, indien die focus helder was. In veel gevallen was de focus van een rapport echter onduidelijk, omdat zowel een aandeelhouder- als een stakeholdergericht raamwerk werd gebruikt. Als oorzaak kan worden aangevoerd dat er grote onduidelijkheid bestaat over de doelgroep van niet-financiële verslaggeving, met name in de regelgeving: is die bedoeld voor de financiële markt of voor de maatschappij? In veel rapporten blijkt niet helder gekozen te worden als het gaat om de doelgroep van de niet-financiële informatie.

Rapporten met niet-financiële informatie blijken beter leesbaar te zijn dan rapporten met alleen financiële informatie. Dit zou kunnen worden verklaard doordat niet-financiële informatie per definitie beter leesbaar is dan financiële informatie, ofwel doordat de motivatie van ondernemingen om stakeholders goed te informeren groter is dan het goed informeren van de financiële markten. Echter, op basis van de verzamelde data en gedane analyses is hier geen uitsluitsel over te geven.

Hoewel de effecten van de CSRD niet zijn meegenomen in dit onderzoek, willen we toch kort op de komst van de CSRD reflecteren. Vooruitkijkend kan worden gesteld dat er door de invoering van de CSRD veel zal gaan veranderen. Vanaf 2025 zal een grote groep EU-ondernemingen algemene en onderwerpspecifieke informatie moeten verstrekken over hun duurzaamheidsrisico's en -kansen, evenals de impact die ze hebben op milieu en maatschappij. Bovendien moeten ondernemingen zich in de nabije toekomst ook gaan houden aan een nieuwe reeks duurzaamheidsrapportagestandaarden die momenteel worden

afgerond door de EFRAG. Het is vooraf onduidelijk of het nieuwe rapportageregime het diverse rapportagegedrag van Nederlandse ondernemingen zal versterken.

Aan de ene kant kan men een meer gestroomlijnde benadering van duurzaamheidsrapportages verwachten. Ondernemingen kunnen besluiten om de nieuwe duurzaamheidsnormen toe te passen in hun bestuursverslagen, waardoor het aantal (afzonderlijke) rapporten en niet-financiële rapportageraamwerken wordt verminderd. Aan de andere kant is de EU niet de enige (regelgevende) instantie die momenteel (nieuwe) duurzaamheidsnormen ontwikkelt. De in november 2021 opgerichte International Sustainability Standards Board (ISSB) is bijvoorbeeld bezig met het ontwikkelen van aandeelhoudergerichte duurzaamheidsnormen, en de Financial Stability Board (FSB) in de VS ontwikkelt nieuwe normen om klimaatgerelateerde financiële risico's aan te pakken. Bovendien zijn reeds gevestigde initiatieven, zoals het GRI, de SASB en het IIRC, voortdurend bezig met het herzien en actualiseren van hun raamwerken. Daarom, en afhankelijk van hun doelgroepen, kunnen ondernemingen besluiten om afzonderlijke rapporten uit te brengen die zich houden aan verschillende raamwerken en zich richten op heterogene gebruikersgroepen, wat resulteert in nog meer rapporten die zullen worden gepubliceerd.

Hoewel we de toekomstige ontwikkelingen op dit gebied niet kunnen voorzien, hopen we dat de CSRD zal resulteren in een consolidatie van rapporten en raamwerken. De huidige overvloed aan opties en raamwerken maakt het moeilijk voor gebruikers om relevante informatie eruit te filteren. Hoewel we blij zijn met de stap van de EU om de algemene informatieomgeving met betrekking tot duurzaamheidsrapportage te verbeteren, zijn we van mening dat het een gemiste kans is om een nieuwe reeks normen te ontwikkelen in plaats van voort te bouwen op lopende internationale initiatieven. De nieuwe Europese initiatieven op het gebied van duurzaamheidsverslaggeving zullen waarschijnlijk niet resulteren in een consolidatie van rapportages in het duurzaamheidsdomein.

-
- **Dr. R.P. Orij - René** is associate professor bij het Center for Corporate Reporting, Finance & Tax van Nyenrode Business Universiteit, lid van het panel van deskundigen van de Nederlandse Transparantiebenchmark en betrokken bij diverse internationale wetenschappelijke tijdschriften op het gebied van accounting en duurzaamheid.
 - **R. Breijer MSc - Ries** is PhD-student bij het Center for Corporate Reporting, Finance & Tax van Nyenrode Business Universiteit en doet onderzoek naar niet-financiële verslaggeving.
 - **Prof. dr. M.H.R. Erkens - Michael** is hoogleraar corporate reporting bij het Center for Corporate Reporting, Finance & Tax van Nyenrode Business Universiteit, associate professor financial accounting en academic director aan de Erasmus School of Economics.
-

Dankwoord

Met dank aan Nynke ten Boom-Koster en Pieter Ruigrok (MSc-studenten Accountancy aan Nyenrode) voor hun bijdrage aan de verzameling van de rapporten.

Noot

1. Deze ondernemingen zouden hiermee voldoen aan de wet, waarbij niet-financiële informatie in het bestuursverslag moet worden vermeld.

Literatuur

- AE [Accountancy Europe] (2018) Member State Implementation of Directive 2014/95/EU. <https://www.accountancyeurope.eu/Publications/member-state-implementation-eu-nfi-directive/>
- Adams CA, Abhayawansa S (2022) Connecting the COVID-19 pandemic, environmental, social and governance (ESG) investing and calls for ‘harmonisation’ of sustainability reporting. *Critical Perspectives on Accounting* 82: 102309. <https://doi.org/10.1016/j.cpa.2021.102309>
- Breijer R, Orij RP (2022) The Comparability of Non-Financial Information: An Exploration of the Impact of the Non-Financial Reporting Directive (NFRD, 2014/95/EU). *Accounting in Europe* 19(2): 332–361. <https://doi.org/10.1080/17449480.2022.2065645>
- Deegan C (2002) Introduction: The legitimising effect of social and environmental disclosures—a theoretical foundation. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 15(3): 282–311. <https://doi.org/10.1108/09513570210435852>
- EFRAG [European Financial Reporting Advisory Group] (2022) Interim draft European sustainability reporting standards. <https://www.efrag.org/Activities/2105191406363055/Sustainability-Reporting-Standards-Interim-Draft>
- EU [European Union] (2014) Directive 2014/95/EU. <https://eur-lex.europa.eu/Elc/Dir/2014/95/Oj>
- FEE [Federation of European Accountants] (2016) EU Directive on disclosure of non-financial and diversity information: Achieving Good Quality and Consistent Reporting [Position Paper]. https://www.Accountancyeurope.eu/Wp-Content/Uploads/FEE_position_paper_EU_NFI_Directive_final.pdf
- Feenstra D (2012) Ontwikkelingen in het leesbaarheidsonderzoek van narratieve accountingteksten. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-economie* 86(6): 222–234. <https://doi.org/10.5117/mab.86.17809>
- GRI [Global Reporting Initiative] (2022) The global standards for sustainability reporting. <https://www.globalreporting.org/standards>
- IFRS [IFRS Foundation] (2022) Sustainability-related Reporting. <https://ifrs.org/projects/completed-projects/2021/sustainability-reporting>
- IIRC [International Integrated Reporting Council] (2021) Integrated Reporting Framework. <https://www.integratedreporting.org/Resource/International-Ir-Framework>
- Orij R (2010) Corporate social disclosures in the context of national cultures and stakeholder theory. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 23(9): 868–889. <https://doi.org/10.1108/09513571011080162>
- Orij R, Vergoossen R, Breijer R (2020) Comments to the Consultation Paper on Sustainability Reporting.
- Staatsblad [Staatsblad van het Koninkrijk der Nederlanden] (2017) Besluit van 14 maart 2017. <https://zoek.officielebekendmakingen.Nl/Stb-2017-100.html>
- Stone GW, Lodhia S (2019) Readability of integrated reports: an exploratory global study. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 32(5): 1532–1557. <https://doi.org/10.1108/AAAJ-10-2015-2275>
- Van Offeren D, Witjes J, Verdoes T (2013) Ontwikkelingen in het conceptuele framework. *Maandblad voor Accountancy en Bedrijfs-economie* 87(9): 355–364. <https://doi.org/10.5117/mab.87.21915>
- Vergoossen RGA (2022) Duurzaamheidsverslaggeving: panacee of doekje voor het bloeden? Emeritaatsrede. Maastricht University, Maastricht. <https://doi.org/10.26481/spe.20220908rv>
- Williams PF, Ravenscroft SP (2015) Rethinking decision usefulness. *Contemporary Accounting Research* 32(2): 763–788. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12083>

Bijlage 1

Tabel A1. Overzicht van gebruikte zoektermen om (titels van) rapporten te classificeren.

| Type rapport | Gebruikte zoektermen |
|---|--|
| Integrated report | [integrated] |
| Environmental, Social and Governance (ESG) report | [environmental & social], [environmental & governance], [social & governance], [esg] |
| Corporate Social Responsibility (CSR) report | [corporate & social], [corporate & responsibility], [social & responsibility], [csr] |
| Sustainability report | [sustainability] |
| Impact report | [impact] |
| Annual report | [annual & report] |
| Other report | n/a |

Noot. De zoektermen zijn niet hoofdlettergevoelig, waardoor (bijvoorbeeld) de zoekterm [esg] het woord vindt ‘esg’ en ‘ESG’. De weergegeven volgorde van het type rapporten is hiërarchisch, dus (bijvoorbeeld) een rapport met de titel ‘annual integrated report’ is gecategoriseerd als een integrated report. De ‘hele woordfunctie’ wordt niet gebruikt, dus (bijvoorbeeld) de zoekopdracht [annual & report] vindt ook de woordenreeks ‘annual reporting’.

Bijlage 2

Tabel A2. Categorie-indeling van niet-financiële raamwerken in shareholder-gericht of stakeholder-gericht en de gebruikte zoektermen.

| Raamwerk | Oriëntatie ^a | Zoektermen |
|----------|-------------------------|---|
| SASB | aandeelhouder-gericht | [Sustainability Accounting Standards Board], [SASB] |
| IIRC | aandeelhouder-gericht | [International Integrated Reporting Council], [IIRC], [I I R C], [<IR>], [< IR >] |
| EFFAS | aandeelhouder-gericht | [European Federation of Financial Analysts Societies], [EFFAS] |
| GRI | stakeholder-gericht | [Global Reporting Initiative], [GRI*], [GRI-], [GRI -] |
| UNGC | stakeholder-gericht | [United Nations Global Compact], [UN Global Compact], [UNGC] |
| ISO | stakeholder-gericht | [ISO26000], [ISO 26000] |
| AA | stakeholder-gericht | [AA1000], [AA 1000] |
| FEE | stakeholder-gericht | [Federation of European Accountants] |

Noot. De zoektermen en zoekopdrachten zijn niet hoofdlettergevoelig, dus (bijvoorbeeld) de zoekterm [SASB] vindt het woord 'SASB' (dezelfde letters zijn met een hoofdletter geschreven) en 'Sasb' (niet dezelfde letters zijn met een hoofdletter geschreven). SASB (Sustainability Accounting Standards Board), IIRC (International Integrated Reporting Council), EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies), GRI (Global Reporting Initiative), UNGC (United Nations Global Compact), ISO (International Organization for Standardization), AA (AccountAbility), FEE (Fédération des Experts-comptables Européens).

* geeft aan dat de 'hele woordfunctie' wordt gebruikt, dus (bijvoorbeeld) de zoekterm [GRI*] vindt het woord 'gri', maar niet het woord 'agriculture'. Voor de andere zoektermen is deze functie uitgeschakeld, waardoor (bijvoorbeeld) de zoekopdracht [IIRC] ook het woord 'IIRC-Framework' vindt.

^a De indeling van de niet-financiële rapportageraamwerken in aandeelhouder-gericht en stakeholder-gericht is identiek aan de indeling in Breijer and Orij (2022).

Bijlage 3

Tabel A3. Type rapporten en het gebruik van niet-financiële raamwerken.

| Type rapporten | Raamwerken | | | | | | | | |
|--|------------|------|-------|------|------|-----|----|-----|--|
| | SASB | IIRC | EFFAS | GRI | UNGC | ISO | AA | FEE | |
| Integrated reports | 67% | 67% | 0% | 83% | 83% | 0% | 0% | 0% | |
| Annual reports | 29% | 26% | 0% | 74% | 44% | 10% | 0% | 0% | |
| Environmental, Social and Governance (ESG) reports | 33% | 0% | 0% | 67% | 33% | 0% | 0% | 0% | |
| Corporate Social Responsibility (CSR) reports | 50% | 0% | 0% | 50% | 50% | 0% | 0% | 0% | |
| Sustainability reports | 43% | 0% | 0% | 100% | 71% | 0% | 0% | 0% | |
| Impact reports | 0% | 25% | 0% | 25% | 0% | 0% | 0% | 0% | |
| Other reports | 0% | 0% | 0% | 25% | 50% | 0% | 0% | 0% | |
| Alle rapporten | 30% | 24% | 0% | 72% | 46% | 7% | 0% | 0% | |

Noot. SASB (Sustainability Accounting Standards Board), IIRC (International Integrated Reporting Council), EFFAS (European Federation of Financial Analysts Societies), GRI (Global Reporting Initiative), UNGC (United Nations Global Compact), ISO (International Organization for Standardization), AA (AccountAbility), FEE (Fédération des Experts-comptables Européens).

Bijlage 4

Tabel A4. Overzicht onderzochte bedrijven.

| Nr. | Isin | Naam | Index |
|-----|--------------|-------------------------------------|-------|
| 1 | NL0013654783 | Prosus NV | AEX |
| 2 | LU1598757687 | ArcelorMittal SA | AEX |
| 3 | NL0012866412 | BE Semiconductor Industries NV | AEX |
| 4 | GB00B10RZP78 | Unilever PLC | AEX |
| 5 | GB00BP6MXD84 | Shell PLC | AEX |
| 6 | NL0000379121 | Randstad NV | AEX |
| 7 | NL0000334118 | ASM International NV | AEX |
| 8 | NL0010273215 | ASML Holding NV | AEX |
| 9 | NL0000303709 | Aegon NV | AEX |
| 10 | NL0011821202 | ING Groep NV | AEX |
| 11 | NL0000009827 | Koninklijke DSM NV | AEX |
| 12 | NL0013267909 | Akzo Nobel NV | AEX |
| 13 | NL0010801007 | IMCD NV | AEX |
| 14 | NL0000009165 | Heineken NV | AEX |
| 15 | GB00B2B0DG97 | Relx PLC | AEX |
| 16 | NL0000009538 | Koninklijke Philips NV | AEX |
| 17 | NL0011794037 | Koninklijke Ahold Delhaize NV | AEX |
| 18 | NL0000395903 | Wolters Kluwer NV | AEX |
| 19 | NL0012969182 | Adyen NV | AEX |
| 20 | FR0013326246 | Unibail-Rodamco-Westfield SE | AEX |
| 21 | NL0011821392 | Signify NV | AEX |
| 22 | NL0010773842 | NN Group NV | AEX |
| 23 | NL0000009082 | Koninklijke KPN NV | AEX |
| 24 | NL00150001Y2 | Universal Music Group NV | AEX |
| 25 | NL0012015705 | Just Eat Takeaway.com NV | AEX |
| 26 | NL0000852580 | Koninklijke Boskalis Westminster NV | AMX |
| 27 | FR0000031122 | Air France KLM SA | AMX |
| 28 | NL0009739416 | PostNL NV | AMX |
| 29 | NL0011872650 | Basic Fit NV | AMX |
| 30 | NL0000360618 | SBM Offshore NV | AMX |
| 31 | BE0003818359 | Galapagos NV | AMX |
| 32 | LU2290522684 | InPost SA | AMX |
| 33 | NL00150006R6 | Ctp NV | AMX |
| 34 | NL0009767532 | Accell Group NV | AMX |
| 35 | LU0569974404 | Aperam SA | AMX |
| 36 | NL0010583399 | Corbion NV | AMX |
| 37 | NL0000888691 | AMG Advanced Metallurgical Group NV | AMX |
| 38 | NL0006237562 | Arcadis NV | AMX |
| 39 | NL0014332678 | JDE Peets NV | AMX |
| 40 | NL0009432491 | Koninklijke Vopak NV | AMX |
| 41 | NL0011540547 | ABN Amro Bank NV | AMX |
| 42 | NL0012817175 | Alfen NV | AMX |
| 43 | NL0010558797 | OCI NV | AMX |
| 44 | BE0974349814 | Warehouses de Pauw NV | AMX |
| 45 | NL0011279492 | Flow Traders NV | AMX |
| 46 | NL0000852523 | TKH Group NV | AMX |

| Nr. | Isin | Naam | Index | Nr. | Isin | Naam | Index |
|-----|--------------|--------------------------|-------|-----|--------------|------------------------------|-------|
| 47 | NL0010937058 | Intertrust NV | AMX | 62 | NL0013654809 | Fastned BV | ASCX |
| 48 | NL0000852564 | Aalberts NV | AMX | 63 | NL0000302636 | Van Lanschot Kempen NV | ASCX |
| 49 | BE0003874915 | Fagron NV | AMX | 64 | LU2382956378 | Majorel Group Luxembourg SA | ASCX |
| 50 | NL0011872643 | ASR Nederland NV | AMX | 65 | NL0010776944 | Brunel International NV | ASCX |
| 51 | NL0000371243 | Nedap NV | ASCX | 66 | NL0015000K93 | Eurocommercial Properties NV | ASCX |
| 52 | NL0012747059 | CM.com NV | ASCX | 67 | NL0000288918 | Vastned Retail NV | ASCX |
| 53 | GB00BQQFX454 | Accsys Technologies PLC | ASCX | 68 | NL00150002Q7 | Vivoryon Therapeutics NV | ASCX |
| 54 | NL0000313286 | Amsterdam Commodities NV | ASCX | 69 | NL0000817179 | Sligro Food Group NV | ASCX |
| 55 | NL0010391025 | Pharming Group NV | ASCX | 70 | NL00150006Z9 | Azerion Group NV | ASCX |
| 56 | NL0000337319 | Koninklijke BAM Groep NV | ASCX | 71 | NL0000440584 | Ordina NV | ASCX |
| 57 | NL0012365084 | NSI NV | ASCX | 72 | NL0011832811 | ForFarmers NV | ASCX |
| 58 | NL0000852531 | Kendrion NV | ASCX | 73 | NL0000289213 | Wereldhave NV | ASCX |
| 59 | LU1789205884 | B&S Group SA | ASCX | 74 | NL0009269109 | Heijmans NV | ASCX |
| 60 | NL00150003E1 | Fugro NV | ASCX | 75 | NL0015000CZ2 | Ebusco Holding NV | ASCX |
| 61 | NL0013332471 | TomTom NV | ASCX | | | | |

Noot. Indexen per 31-12-2021.