

# ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

## Erasmus School of Economics

Scriptie Externe Verslaggeving

### De invloed van IFRS 16 op de informativiteit van financiële prestatie maatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven

Naam student: Ellen van den Heuvel  
Studentnummer: 482778

Begeleider: Roeland Aernoudts  
Tweede beoordelaar: H. J. Bouwer

Datum definitieve versie: 1-7-2021

Het geschrevene in deze scriptie is de opvatting van de auteur en niet noodzakelijk die van de begeleider, tweede beoordelaar, Erasmus School of Economics of Erasmus Universiteit Rotterdam.

## Abstract

In deze scriptie wordt onderzocht wat de invloed is van IFRS 16 op de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Dit wordt gedaan door te kijken naar de verandering van de debt-to-equity-ratio, de 'Return on Assets (ROA)' en de 'Earnings Before Income and Taxes (EBIT)' van 2019 ten opzichte van 2018, van 114 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Uit het empirisch onderzoek blijkt dat voor de gehele sample de debt-to-equity-ratio en de EBIT stijgen na de invoering van IFRS 16. De ROA daalt na de invoering van IFRS 16. Daarnaast blijkt uit het empirisch onderzoek dat de verandering van de financiële prestatemaatstaven significant is in de sectoren die relatief erg lease-intensief zijn. De resultaten uit het empirisch onderzoek zijn in lijn met de resultaten uit het literatuuronderzoek. Over het algemeen stijgt de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven na de invoering van IFRS 16, omdat de financiële prestatemaatstaven leaseactiviteiten beter weerspiegelen. Dit is niet van directe invloed op de keuzes van investeerders, maar is wel een stimulans voor verdere analyse.

# Inhoudsopgave

1. Inleiding .....	4
1.1 Accounting voor leasing .....	4
1.2 Onderzoeksvraag .....	4
1.3 Relevantie.....	5
1.4 Opbouw van de scriptie .....	5
2. Theoretisch kader .....	7
2.1 Leasing.....	7
2.2 Leases onder IAS 17 .....	7
2.2.1 Verslaggeving door lessees .....	7
2.2.2 Verslaggeving door lessors.....	8
2.3 Leases onder IFRS 16.....	8
2.3.1 Verslaggeving door lessees .....	8
2.3.2 Verslaggeving door lessors.....	8
2.4 Verschillen tussen IAS 17 en IFRS 16 .....	9
2.5 Redenen voor het invoeren van IFRS 16 .....	9
2.5.1 ‘Decision Usefulness’ .....	9
2.5.2 Doel van IFRS 16 .....	10
2.6 Conclusie .....	10
3. Literatuuronderzoek .....	11
3.1 IFRS 16 en de financiële prestatemaatstaven .....	11
3.1.1 Verwachte invloed van IFRS 16 .....	11
3.1.2 Verschillen per sector .....	12
3.1.3 Conclusie .....	13
3.2 Financiële prestatemaatstaven en investeerders .....	13
4. Empirisch onderzoek .....	15
4.1 Data en methodologie .....	15
4.1.1 Data .....	15
4.1.2 Methodologie .....	15
4.2 Resultaten.....	16
4.2.1 Resultaten volledige sample .....	16
4.2.2 Resultaten per sector.....	17
5. Conclusie en discussie .....	20
5.1 Conclusie .....	20
5.2 Discussie .....	21
Bibliografie.....	22
Bijlage A.....	23

# 1. Inleiding

## 1.1 Accounting voor leasing

In januari 2016 heeft de International Accounting Standards Boards (IASB) de nieuwe lease-standaard International Financial Reporting Standards (IFRS) 16 gepubliceerd. IFRS 16 vervangt International Accounting Standards (IAS) 17, de oude lease-standaard. Vanaf 1 januari 2019 moeten bedrijven die hun jaarrekening opstellen volgens de regels van IFRS, gebruik maken van IFRS 16 voor leasing. Voor de lessor (verhuurder) verandert weinig ten opzichte van IAS 17. Voor de lessee (huurder) verandert wel veel ten opzichte van IAS 17. Onder IFRS 16 zal voor de lessee geen onderscheid meer gemaakt worden (uitzonderingen daar gelaten) tussen operationele lease en financiële lease. Zowel operationele lease als financiële lease moeten onder IFRS 16 worden opgenomen op de balans (PWC, 2016).

Onder IAS 17 hoeft alleen financiële lease opgenomen te worden op de balans van de lessee. Onder IFRS 16 moet ook operationele lease opgenomen worden op de balans van de lessee. Het opnemen van operationele lease op de balans van de lessee heeft meerdere gevolgen. Het belangrijkste gevolg is dat het opnemen van operationele lease op de balans zorgt voor een toename in de activa en de passiva van de lessee (Deloitte, 2016). De invoering van IFRS 16, en daarmee de toename van de activa en passiva van de lessee, is van grote invloed op een groot aantal financiële prestatemaatstaven zoals de debt-to-equity-ratio, solvabiliteit, current ratio, return on assets en earnings before income and taxes (EBIT) (PWC, 2016).

Bedrijven gebruiken financiële prestatemaatstaven om een beeld te krijgen van hoe ze presteren. Financiële prestatemaatstaven zijn niet alleen relevant voor het bedrijf zelf, maar ook voor investeerders. Investeerders gebruiken financiële prestatemaatstaven om een keuze te maken of ze wel of niet gaan investeren in een bedrijf (Asiri, 2015). Als IFRS 16 invloed heeft op de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven van een bedrijf, heeft het waarschijnlijk indirect ook effect op de keuzes die investeerders maken. De vraag is dan of IFRS 16 een negatieve of positieve invloed heeft op de informativiteit van financiële prestatemaatstaven en hiermee op de beslissing van de investeerders.

## 1.2 Onderzoeksvraag

In deze scriptie wordt onderzocht wat voor invloed de invoering van IFRS 16 heeft op de informativiteit van financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Aan de hand van literatuuronderzoek en empirisch onderzoek wordt de volgende onderzoeksvraag beantwoord:

*Wat is de invloed van IFRS 16 op de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven?*

De financiële prestatemaatstaven waar naar gekeken wordt zijn de debt-to-equity-ratio, de Return on Assets (ROA) en de Earnings Before Income and Taxes (EBIT). Er zijn twee redenen waarom specifiek naar deze prestatemaatstaven gekeken wordt. Ten eerste richt eerder onderzoek zich op deze prestatemaatstaven (Joubert et al., 2017; Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018). Door in het empirisch onderzoek ook naar deze prestatemaatstaven te kijken, kan een vergelijking gemaakt worden tussen de resultaten uit het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek. Ten tweede geven deze drie prestatemaatstaven alle drie een andere kijk op een bedrijf. De debt-to-equity-ratio is een ratio met betrekking tot de structuur van de balans. De ROA is een ratio die een beeld geeft van de prestatieverhoudingen van een bedrijf. Als laatste geeft de EBIT aan wat het beleggingsrendement van een bedrijf is (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

### 1.3 Relevantie

De invoering van IFRS 16 is een relatief recente ontwikkeling. Er is al wel onderzoek gedaan naar de invloed van IFRS 16 op de financiële prestatemaatstaven van bedrijven. Voorbeelden hiervan zijn het onderzoek van Joubert, Garvie en Parle (2017) dat zich richt op bedrijven uit Australië en het onderzoek van Morales-Díaz en Zamora-Ramírez (2018) dat zich richt op een groot aantal Europese bedrijven. Er is nog niet specifiek onderzoek gedaan naar de invloed van IFRS 16 op de informativiteit van financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Doordat dit onderzoek naar Nederlandse beursgenoteerde bedrijven kijkt, draagt het bij aan de bestaande literatuur.

Zoals eerder al beschreven gebruiken investeerders de financiële prestatemaatstaven van bedrijven om te beoordelen of ze ergens in willen investeren of niet. IFRS 16 beïnvloedt deze prestatemaatstaven en hiermee ook de keuze van investeerders. Dit onderzoek is maatschappelijk relevant omdat het inzicht biedt in hoe de financiële prestatemaatstaven en hiermee de investeerders worden beïnvloed door IFRS 16. Bedrijven kunnen de resultaten uit dit onderzoek meenemen in hun keuzes over leasing.

### 1.4 Opbouw van de scriptie

Om tot een antwoord op de onderzoeksvraag te komen wordt eerst in het theoretisch kader uitgelegd wat IFRS 16 inhoudt en wat de veranderingen zijn ten opzichte van IAS 17. Daarnaast wordt uitgelegd wat het algemene doel is van financiële verslaggeving en waarom IFRS 16 is ingevoerd door de IASB. Het theoretisch kader vormt een sterke basis voor het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek. In het literatuuronderzoek zullen de volgende deelvragen aan bod komen: 1. *Wat is de invloed van IFRS 16 op de financiële prestatemaatstaven van bedrijven?* en 2. *Hoe worden*

*investeerders beïnvloed door een verandering van de financiële prestatie maatstaven?*. Aansluitend op het literatuuronderzoek wordt aan de hand van empirisch onderzoek antwoord gezocht op de deelvraag: *3. hoe worden de debt-to-equity-ratio, de ROA en de EBIT van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven beïnvloed door IFRS 16?*. In de conclusie wordt aan de hand van de bevindingen uit het literatuuronderzoek en het empirisch onderzoek een antwoord op de onderzoeksvraag gegeven. Daarnaast worden ook de tekortkomingen van het onderzoek genoemd en worden aanbevelingen voor verder onderzoek gedaan.

## 2. Theoretisch kader

In deze scriptie staat centraal wat de invloed is van IFRS 16 op de informativiteit van financiële prestatemaatstaven. Om de invloed van IFRS 16 te begrijpen, wordt in dit hoofdstuk eerst uitgelegd wat IFRS 16 inhoudt en wat is veranderd ten opzichte van IAS 17. Daarnaast wordt toegelicht wat het algemene doel is van financiële verslaggeving en waarom IFRS 16 is ingevoerd.

### 2.1 Leasing

Leasing wordt gedefinieerd als een contract of een deel van een contract tussen twee of meer partijen. Dit contract geeft het recht aan de lessee, de huurder, om voor een bepaalde periode controle uit te oefenen over een actief. In ruil voor de controle over het actief betaalt de lessee een periodieke vergoeding aan de lessor, de verhuurder (EY, 2016). Voor bedrijven is leasing een belangrijke en veel gebruikte financieringsoplossing. Door middel van leasing krijgen bedrijven toegang tot activa zonder hiervoor een grote uitgaande kasstroom te hebben. Leasing zorgt voor flexibiliteit en neemt het probleem van veroudering en restwaarderisico weg van de lessee (PWC, 2016).

Bedrijven die rapporteren volgens IFRS, moeten vanaf 1 januari 2019 gebruik maken van IFRS 16 voor het rapporteren van leases. IFRS 16 vervangt IAS 17, de oude lease-standaard (Deloitte, 2016).

### 2.2 Leases onder IAS 17

#### 2.2.1 Verslaggeving door lessees

Onder IAS 17 moet door de lessee een onderscheid gemaakt worden tussen financiële lease en operationele lease. Er is sprake van een financiële lease volgens IAS 17 als alle voordelen en risico's verbonden aan het eigendom van het geleasede actief worden overgedragen aan de lessee ('huurder'). Wanneer niet aan de voorwaarden van financiële lease wordt voldaan, is er sprake van operationele lease (IASPlus, n.d.).

Aan het begin van de leasetermijn wordt een financiële lease als activa en passiva opgenomen in de balans van de lessee. De financiële lease wordt opgenomen tegen de reële waarde van het geleasede actief of, indien lager, tegen de contante waarde van de minimale leasebetalingen. Iedere periode boekt de lessee rentekosten en leaseverplichtingen. Daarnaast boekt de lessee ook de afschrijving op het geleasede actief. Het actief wordt als ware gerapporteerd alsof het in het bezit is van de lessee (IFRS, n.d.-a).

Operationele lease wordt niet opgenomen in de balans van de lessee. De leasebetalingen onder operationele lease worden geboekt als kosten in de winst- en verliesrekening van de lessee. De kosten worden opgenomen op een lineaire basis over de afgesproken leaseperiode (IFRS, n.d.-a).

### 2.2.2 Verslaggeving door lessors

Onder IAS 17 moet door de lessor ook een onderscheid gemaakt worden tussen financiële lease en operationele lease. Hiervoor gelden dezelfde voorwaarden als bij lessees. Wanneer alle voordelen en risico's verbonden aan het eigendom van het geleasede actief worden overgedragen aan de lessee, is er sprake van financiële lease. In alle andere gevallen is er sprake van operationele lease (IASPlus, n.d.).

Bij financiële lease wordt aan het begin van de leaseperiode een vordering opgenomen in de balans van de lessor voor een bedrag gelijk aan de netto-investering van de lease. De lessor ontvangt iedere periode een leasebetaling van de lessee, welke bestaat uit een betaling voor de leasevordering en een rentebestandsdeel. Het actief wordt als ware gerapporteerd alsof het verkocht is aan de lessee (IFRS, n.d.-a).

## 2.3 Leases onder IFRS 16

### 2.3.1 Verslaggeving door lessees

Onder IFRS 16 wordt door de lessee geen onderscheid gemaakt tussen financiële en operationele lease. De focus ligt op het gebruiksrecht van het geleasede actief en niet op de risico's en voordelen verbonden aan het actief, hierdoor worden beide vormen van lease op dezelfde manier opgenomen in de balans van de lessee. Het recht om gebruik te maken van het actief wordt opgenomen als activa in de balans van de lessee. De leaseverplichting wordt opgenomen als passiva in de balans van de lessee. Iedere periode boekt de lessee de leasebetalingen, welke bestaan uit een aflossingsgedeelte en een rentebestandsdeel. Voor zowel financiële als operationele lease geldt dat ze onder IFRS 16 door de lessee worden gerapporteerd alsof het geleasede actief eigendom is van de lessee (EY, 2016).

Er gelden twee uitzonderingen voor het opnemen van leases in de balans van de lessee onder IFRS 16. De eerste uitzondering zijn korte termijn leases. Een korte termijn lease is een leaseovereenkomst met een looptijd van twaalf maanden of minder, waarbij geen optie is om het actief aan het einde van de leaseperiode te kopen. De tweede uitzondering zijn leases met een lage waarde. Leases met een lage waarde worden door de International Accounting Standards Board (IASB) gedefinieerd als leases met een waarde van 5.000 dollar of minder. Voor korte termijn leases en leases met een lage waarde geldt dat ze niet worden opgenomen op de balans. De leasebetalingen van korte termijn leases en lage waarde leases worden iedere periode geboekt als kosten op de winst- en verliesrekening van de lessee (EY, 2016).

### 2.3.2 Verslaggeving door lessors

Onder IFRS 16 moet door de lessor een onderscheid gemaakt worden tussen financiële en operationele lease. Er is sprake van financiële lease volgens IFRS 16 als alle voordelen en risico's en verbonden aan



het eigendom van het geleasede actief worden overgedragen aan de lessee. Wanneer de risico's en voordelen verbonden aan het eigendom van het geleasede actief niet worden overgedragen aan de lessee, is er sprake van operationele lease (EY, 2016).

Aan het begin van de leaseperiode wordt een financiële lease opgenomen als vordering in de balans van de lessor. De financiële lease wordt opgenomen tegen de waarde gelijk aan de netto-investering van de lease. Iedere periode ontvangt de lessor leasebetalingen van de lessee, die worden opgesplitst in een aflossingsgedeelte en een rentebestandsdeel (EY, 2016).

Bij operationele lease worden de leasebetalingen verantwoord als inkomsten in de winst- en verliesrekening van de lessor (EY, 2016).

## 2.4 Verschillen tussen IAS 17 en IFRS 16

Het belangrijkste verschil tussen IAS 17 en IFRS 16 is de manier waarop financiële en operationele lease worden gerapporteerd door de lessee. Onder IAS 17 ligt voor lessees de focus op de voordelen en risico's verbonden aan het eigendom van het geleasede actief. Bij financiële lease liggen deze voordelen en risico's bij de lessee, bij operationele lease liggen deze risico's en voordelen niet bij de lessee. Hierdoor wordt financiële lease wel opgenomen in de balans van de lessee en operationele lease niet. Onder IFRS 16 ligt voor lessees de focus op het gebruiksrecht van het geleasede actief. Voor financiële lease en operationele lease ligt het gebruiksrecht allebei bij de lessee, waardoor beide vormen van lease worden opgenomen in de balans van de lessee (PWC, 2016).

Voor de lessor is weinig veranderd met de invoering van IFRS 16. De verschillen tussen IAS 17 en IFRS 16 zijn daarom voor de lessor niet significant (Deloitte, 2016).

## 2.5 Redenen voor het invoeren van IFRS 16

### 2.5.1 'Decision Usefulness'

Het algemene doel van financiële verslaggeving is om financiële informatie te verstrekken die nuttig is voor huidige en potentiële investeerders, crediteuren en andere gebruikers. Investeerders, crediteuren en andere gebruikers gebruiken deze informatie bij het nemen van beslissingen over bijvoorbeeld investeringen en krediet verlening (Williams & Ravenscroft, 2015). Financiële informatie is nuttige informatie wanneer het relevant is en een getrouwe weergave geeft van hetgeen het vertegenwoordigt. Relevantie en getrouwe weergave zijn daarom de fundamentele kwalitatieve kenmerken die belangrijk zijn voor alle standaarden die de IASB uitgeeft. Voor iedere standaard moet gekeken worden of de standaard bijdraagt aan de verstrekking van nuttige informatie en hiermee aan de beslissingen van investeerders, crediteuren en andere gebruikers. (IFRS, 2010).

### 2.5.2 Doel van IFRS 16

Het doel van IFRS 16 is tweeledig. Allereerst moet informatie gerapporteerd worden die een getrouwe weergave geeft van de leasetransacties. Daarnaast moet informatie gerapporteerd worden die een basis biedt voor gebruikers van jaarrekeningen om het bedrag, de timing en de onzekerheid van kasstromen die voortvloeien uit leaseovereenkomsten te beoordelen. Dit doel sluit aan bij het algemene doel van financiële verslaggeving. Om dit doel te bereiken, moet een lessee alle activa en passiva die voortvloeien uit leasing opnemen in de balans. Onder IAS 17 is dit niet het geval, omdat operationele lease niet wordt opgenomen in de balans van de lessee. IFRS 16 neemt zowel financiële lease als operationele lease op in de balans van de lessee, waarmee een getrouwe weergaven gegeven wordt en kasstromen beoordeeld kunnen worden (IFRS, n.d.-b).

### 2.6 Conclusie

Het belangrijkste verschil tussen IAS 17 en IFRS 16 is de manier waarop financiële en operationele lease worden gerapporteerd door de lessee. Onder IFRS 16 worden beide vormen van lease opgenomen in de balans van de lessee. Dit zorgt voor een eerlijkere weergave van leasetransacties en een betere basis voor de beoordeling van kasstromen uit leaseovereenkomsten. Dit sluit aan bij het doel van financiële verslaggeving om nuttige informatie te verstrekken.

### 3. Literatuuronderzoek

In dit hoofdstuk wordt met behulp van bestaande literatuur een antwoord gezocht op de volgende twee deelvragen: 1. *Wat is de invloed van IFRS 16 op de financiële prestatemaatstaven van bedrijven?* en 2. *Hoe worden investeerders beïnvloed door een verandering van de financiële prestatemaatstaven?*.

#### 3.1 IFRS 16 en de financiële prestatemaatstaven

##### 3.1.1 Verwachte invloed van IFRS 16

Al voor de invoering van IFRS 16 is door verschillende mensen onderzoek gedaan naar de invloed van IFRS 16 op de balans en op de financiële prestatemaatstaven van bedrijven. Het onderzoek van Veverková (2019) richt zich op vijftien Europese luchtvaartmaatschappijen. Van deze vijftien luchtvaartmaatschappijen maakt het merendeel voor meer dan 50 procent gebruik van operationele lease. Op basis hiervan wordt verwacht dat IFRS 16 een grote invloed heeft op deze bedrijven. Om de effecten van IFRS 16 te bepalen, is het allereerst nodig om niet-opgenomen geleasede activa en leaseverplichtingen te activeren in overeenstemming met IFRS 16. Vervolgens wordt de waarde van de geactiveerde operationele leases opgenomen in de balans onder de activa en de financiële verplichtingen. Door het opnemen van de financiële verplichtingen is er een stijging in de debt-to-equity-ratio van gemiddeld 41 procent. De grootste stijgingen in debt-to-equity-ratio worden waargenomen bij de bedrijven met een hoog percentage operationele lease. Bij de ROA wordt een daling van gemiddeld 21 procent waargenomen. Zowel de totale activa als de EBIT zijn gestegen, maar de stijging van de totale activa is groter dan de stijging van de EBIT. Dit zorgt ervoor dat de EBIT door een groter bedrag gedeeld moet worden, wat resulteert in een daling van de ROA. Ook hier is de daling van de ROA het grootst bij bedrijven met een hoog percentage operationele lease. Zoals al genoemd is, wordt een stijging van de EBIT waargenomen. Dit wordt veroorzaakt door de manier waarop kosten worden geboekt. Een groot deel van de kosten onder IFRS 16 zijn interest kosten. De EBIT is een indicator van de winst van een bedrijf voor de aftrek van interest kosten, waardoor deze stijgt onder IFRS 16 (Veverková, 2019).

De resultaten uit het onderzoek van Veverková (2019) zijn ook terug te zien in eerder onderzoek van Joubert, Garvie en Parle (2017). Joubert, Garvie en Parle (2017) richtten zich in hun onderzoek op twee grote Australische bedrijven uit de luchtvaart sector (Qantas & Virgin) en een groot Australisch bedrijf uit de telecommunicatie sector (Telstra). Met behulp van de jaarrekeningen uit 2015 en 2016 wordt berekend wat de waarde van de balansposten zouden zijn onder IFRS 16. Uit het onderzoek blijkt dat voor Qantas en Virgin er een materiële stijging is van de debt-to-equity-ratio (18,7%; 73,6%). Voor Telstra is er ook een stijging in de debt-to-equity-ratio (4,0%), maar deze stijging is niet materieel. Er is

sprake van een materiële stijging wanneer de stijging groter of gelijk is aan 10 procent van het basisbedrag. Het meten of een stijging of daling materieel is, is het alternatief voor het gebruik van statistische testen. De ROA daalt voor Qantas en Virgin (14,1%; 38,5%), beide dalingen zijn materieel. Ook voor Telstra daalt de ROA (2,7%). Deze daling is minder dan 10 procent en is daarom niet materieel. De niet-materiële veranderingen in debt-to-equity-ratio en ROA van Telstra kunnen verklaard worden door het aandeel operationele lease van Telstra. Doordat bij Telstra sprake is van een klein aandeel operationele lease is de invloed van IFRS 16 op de financiële prestatie maatstaven ook klein (Joubert et al., 2017).

### 3.1.2 Verschillen per sector

Uit de voorgaande twee onderzoeken is gebleken dat tussen bedrijven en sectoren verschillen kunnen zijn met betrekking tot de invloed van IFRS 16 op de financiële prestatie maatstaven. Het onderzoek van Morales-Díaz en Zamora-Ramírez (2018) kijkt specifiek naar verschillende sectoren en de verschillen tussen deze sectoren. De dataset in dit onderzoek bestaat uit 646 Europese beursgenoteerde bedrijven. Deze 646 bedrijven worden onderverdeeld in negentien sectoren op basis van de Global Industry Classification Standard (GICS). Op basis van de jaarrekeningen van 2015 van deze bedrijven wordt berekend wat de waarde van de balansposten zou zijn onder IFRS 16. Van de negentien sectoren zijn de bank- en verzekeringssector, de vastgoedsector en de huishoudelijke en persoonlijke producten sector de minst lease-intensieve sectoren, met respectievelijk 0,1 procent, 0,6 procent en 0,8 procent aan leases (percentage leaseverplichtingen van de totale passiva). De voedingsmiddelen en detailhandel sector, de hotelsector en de transportsector zijn de meest lease-intensieve sectoren, met respectievelijk 4,2 procent, 4,1 procent en 3,7 procent aan leases.

Met betrekking tot de debt-to-equity-ratio geldt voor alle 19 sectoren dat de invoering van IFRS 16 zorgt voor een stijging in de debt-to-equity-ratio. De gemiddelde stijging van de debt-to-equity-ratio is 32,1 procent. De sectoren met de grootste stijging van de debt-to-equity-ratio zijn de hotelsector (99%), de transportsector (94,7%) en de voedingsmiddelen en detailhandel sector (86,1%). De sectoren met de kleinste stijging van de debt-to-equity-ratio zijn de bank- en verzekeringssector (2,6%), de huishoudelijke en persoonlijke producten sector (8,1%) en de vastgoedsector (9,2%). Deze resultaten zijn in de lijn met de verwachtingen op basis van de lease-intensiviteit van de sectoren (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

Met betrekking tot de ROA zijn voor alle 19 sectoren verschillende resultaten waarneembaar. Voor sommigen sectoren is sprake van een daling in de ROA, voor andere sectoren is sprake van een stijging in de ROA. Daarnaast zijn de stijgingen en dalingen voor 18 van de 19 sectoren niet significant. Op basis

hiervan is het daarom lastig om een uitspraak te doen over de verschillen tussen sectoren met betrekking tot de invloed van IFRS 16 op de ROA (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

Met betrekking tot de EBIT wordt een stijging waargenomen. In het onderzoek wordt niet toegelicht wat de stijging is per sector. De stijging in de EBIT wordt verklaard door de manier waarop kosten worden gerapporteerd. Voor de invoering van IFRS 16 worden leasekosten in mindering gebracht op de EBIT. Na de invoering van IFRS 16 zullen een groot deel van de leasekosten als interestkosten geclassificeerd worden, waardoor ze niet op de EBIT in mindering worden gebracht (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

### 3.1.3 Conclusie

Uit verschillende voorgaande onderzoeken kunnen de volgende zaken opgemaakt worden. De invoering van IFRS 16 lijkt in het algemeen te leiden tot een stijging van de debt-to-equity-ratio, een daling van de ROA en een stijging van de EBIT. De resultaten uit de voorgaande onderzoeken zijn beperkt, er kan daarom niet met zekerheid worden gezegd dat in alle gevallen de invoering van IFRS 16 leidt tot de bovengenoemde stijgingen en daling. Uit het sector specifieke onderzoek blijkt dat de invloed die IFRS 16 heeft afhankelijk is van de lease-intensiviteit van een bedrijf of sector. Een bedrijf of sector die erg lease-intensief is, zal in de meeste gevallen veel impact ondervinden van de implicatie van IFRS 16. Een bedrijf dat minder lease-intensief is, zal in de meeste gevallen weinig impact ondervinden van de implicatie van IFRS 16.

## 3.2 Financiële prestatemaatstaven en investeerders

In de wereld van vandaag zijn markten meer met elkaar verbonden dan ooit. Door deze verbinding wordt de informatie over de financiële positie en prestaties van bedrijven steeds belangrijker. Investeerders vergelijken de financiële posities en prestaties van bedrijven, om een keuze te maken in welk bedrijf ze willen investeren (Malíková & Brabec, 2012).

Een belangrijk onderdeel in de keuze van investeerders zijn de financiële prestatemaatstaven. Financiële prestatemaatstaven bieden een snelle en relatief eenvoudige manier om de financiële gezondheid van een bedrijf te beoordelen. De financiële prestatemaatstaven worden meestal gebruikt als uitgangspunt voor een meer gedetailleerde financiële analyse. Zo kunnen investeerders op basis van goede of slechte prestatemaatstaven of prestatemaatstaven met een significante verandering een verdere analyse uitvoeren (Asiri, 2015). Dat financiële prestatemaatstaven voornamelijk een uitgangspunt zijn, wordt bevestigd door zowel Malíková en Brabec (2012) als O'Connor (1973). Beide onderzoeken beschrijven financiële prestatemaatstaven als een startpunt waaruit verdere analyses gedaan worden.

Uit de voorgaande literatuur blijkt dat financiële prestatemaatstaven voornamelijk een uitgangspunt zijn voor verdere analyse. Een verandering in de financiële prestatemaatstaven zorgt daarom in de meeste gevallen niet direct voor een verandering in de keuze van een investeerder, maar is wel een trigger om bepaalde zaken verder te onderzoeken.

## 4. Empirisch onderzoek

### 4.1 Data en methodologie

#### 4.1.1 Data

Voor de beantwoording van de derde deelvraag; *3. hoe worden de debt-to-equity-ratio, de ROA en de EBIT van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven beïnvloed door IFRS 16?*, wordt gebruik gemaakt van de jaarverslagen van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Zoals benoemd in de inleiding, moeten bedrijven vanaf 1 januari 2019 voor leases hun jaarrekening opstellen volgens IFRS 16. Er wordt daarom gekeken naar de jaarverslagen van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven van 2018 en 2019, respectievelijk de jaarverslagen voor de invoering van IFRS 16 en na de invoering van IFRS 16. Specifiek wordt gekeken naar de volgende gegevens: totaal vreemd vermogen, totaal eigen vermogen, totale activa en EBIT. Deze financiële gegevens zijn verkregen via Orbis, een database met financiële gegevens van bedrijven wereldwijd.

Zoals hierboven benoemd bestaat de dataset uit de financiële gegevens van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. Niet alle Nederlandse beursgenoteerde bedrijven zijn opgenomen in de dataset. Dit komt voornamelijk doordat voor sommigen bedrijven geen data beschikbaar was en een aantal bedrijven in een van de twee jaren niet beursgenoteerd was. De dataset bestaat uit 114 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. In Bijlage A is een lijst opgenomen met daarin de 114 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven.

#### 4.1.2 Methodologie

Voor de 114 bedrijven worden allereerst de debt-to-equity-ratio, de ROA en de EBIT berekend, voor zowel 2018 als 2019. De debt-to-equity-ratio is het totaal vreemd vermogen gedeeld door het totaal eigen vermogen. De ROA is de EBIT gedeeld door de totale activa. De EBIT zijn de inkomsten voordat de interestkosten en belastingen er af worden getrokken. Nadat voor alle bedrijven de drie prestatie maatstaven zijn berekend voor 2018 en 2019, wordt getest of er een significante verandering is tussen 2018 en 2019 met behulp van de Wilcoxon rangtekentoets. Hiervoor wordt gebruikt gemaakt van de Wilcoxon rangtekentoets, omdat financiële ratio's geen normale distributie volgen (Morales-Díaz & Zamora-Ramírez, 2018).

Naast dat naar de gehele sample gekeken wordt, wordt ook gekeken naar de verandering per sector. De sample is opgedeeld in drie sectoren; de primaire sector, de secundaire sector en de tertiaire sector. De primaire sector, de secundaire sector en de tertiaire sector worden door Wolfe (1955) als volgt gedefinieerd. De primaire sector is de sector die zich richt op het verkrijgen van grondstoffen en het verbouwen en produceren van eten. De secundaire sector is de sector die zich richt op industrie en

productie. De tertiaire sector is de sector die zich richt op het verlenen van diensten. Er is gekozen voor deze verdeling, zodat iedere sector uit tenminste 28 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven bestaat. Wanneer gekozen was voor een specifiekere verdeling was er sprake van te weinig bedrijven per sector, waardoor het lastiger was een uitspraak te doen over deze sectoren.

## 4.2 Resultaten

### 4.2.1 Resultaten volledige sample

De resultaten uit de Wilcoxon rangtekentoets voor de volledige sample zijn weergegeven in tabel 1.

**Tabel 1**

*Resultaten Wilcoxon rangtekentoets volledige sample per prestatiemaatstaf*

Maatstaf	N	Mean	Wilcoxon p >  z	Min	Max
Debt-Equity	115	0,303	3,064*** (0,002)	-4,559	14,746
ROA	115	-0,252	-2,964*** (0,003)	-21,997	50,135
EBIT	115	0,060	-1,620 (0,105)	-11,378	51,036

Noot: \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,1

De debt-to-equity-ratio van de volledige sample stijgt met gemiddeld 30,3 procent. Op basis van de Wilcoxon rangtekentoets is dit een significante stijging. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat de resultaten binnen de sample uiteenlopend zijn. De minimale stijging is een daling van 455,9 procent en de maximale stijging is een stijging van 1474,6 procent. Op basis van voorgaande onderzoeken wordt in het literatuuronderzoek geconcludeerd, dat de invoering van IFRS 16 over het algemeen leidt tot een stijging van de debt-to-equity-ratio. De resultaten uit het empirisch onderzoek sluiten hierbij aan.

De ROA van de volledige sample daalt met gemiddeld 25,2 procent. Op basis van de Wilcoxon rangtekentoets is dit een significante daling. Ook hierbij moet opgemerkt worden dat de resultaten binnen de sample erg uiteenlopen zijn. De minimale daling is een daling van 2199,7 procent en de maximale daling is een stijging van 501,35 procent. Op basis van voorgaande onderzoeken wordt in het literatuuronderzoek geconcludeerd, dat de invoering van IFRS 16 over het algemeen leidt tot een daling van de ROA. De resultaten uit het empirisch onderzoek sluiten hierbij aan.



De EBIT van de volledige sample stijgt met gemiddeld 6 procent. Op basis van de Wilcoxon rangtekentoets is deze stijging niet significant. Dit zou veroorzaakt kunnen worden door de uiteenlopende resultaten van de sample, waarbij voor ongeveer de ene helft van de bedrijven de EBIT daalt en bij ongeveer de andere helft de EBIT stijgt. Op basis van voorgaande onderzoeken wordt in het literatuuronderzoek geconcludeerd, dat de invoering van IFRS 16 over het algemeen leidt tot een stijging van de EBIT. Hierbij is ook vermeld dat de resultaten uit voorgaand onderzoek beperkt zijn, dus dat dit niet met zekerheid geconcludeerd kan worden.

#### 4.2.2 Resultaten per sector

De resultaten uit de Wilcoxon rangtekentoets voor de debt-to-equity ratio zijn per sector weergegeven in tabel 2.

**Tabel 2**

*Resultaten Wilcoxon rangtekentoets debt-to-equity-ratio per sector*

Sector	N	Mean	Wilcoxon p >  z	Min	Max
Primair	28	0,269	1,184 (0,236)	-1,069	3,893
Secundair	36	0,426	1,351 (0,177)	-1,637	14,746
Tertiair	51	0,235	2,662*** (0,008)	-4,559	7,679

Noot: \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,1

Voor de debt-to-equity-ratio is voor iedere sector een stijging waar te nemen. Voor zowel de primaire als de secundaire sector is deze stijging niet significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Dit zou veroorzaakt kunnen worden door de uiteenlopende resultaten in de sectoren of door het relatief kleine aantal bedrijven in de sector. In het literatuuronderzoek is beschreven dat de invoering van IFRS 16 voornamelijk impact heeft op bedrijven die lease-intensief zijn. Het is mogelijk dat de bedrijven in de primaire sector en de secundaire sector relatief minder lease-intensief zijn, waardoor de invoering van IFRS 16 geen significante impact heeft op de debt-to-equity-ratio.

De stijging van de debt-to-equity-ratio in de tertiaire sector is wel significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. De gemiddelde stijging in deze sector is een stijging van 23,5 procent. Uit het onderzoek van Morales-Díaz en Zamora-Ramírez (2018) kwam naar voren dat de hotelsector, de transportsector en de voedingsmiddelen en detailhandel sector de drie meest lease-intensieve

sectoren zijn. Deze drie sectoren vallen alle drie onder de tertiaire sector. Dit zou een verklaring kunnen zijn dat de invoering van IFRS 16 een significante stijging van de debt-to-equity-ratio veroorzaakt in de tertiaire sector.

De resultaten uit de Wilcoxon rangtekentoets voor de ROA zijn per sector weergegeven in tabel 3.

**Tabel 3**

*Resultaten Wilcoxon rangtekentoets ROA per sector*

Sector	N	Mean	Wilcoxon p >  z	Min	Max
Primair	28	1,286	-1,526 (0,127)	-8,523	50,135
Secundair	36	-1,459	-1,288 (0,198)	-21,656	0,923
Tertiair	51	-0,243	-2,137 (0,033)**	-21,997	9,064

Noot: \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,1

Voor de ROA is in de primaire sector een stijging waar te nemen. In de secundaire sector en de tertiaire sector is een daling waar te nemen. De stijging in de primaire sector is niet significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Dit kan verklaard worden door de uiteenlopende resultaten binnen de sector. Daarnaast is de maximale waarneming in de primaire sector erg hoog. Dit is waarschijnlijk ook de reden dat in de primaire sector een stijging is van de ROA, ten opzichte van een daling in de secundaire sector en de tertiaire sector. De daling van de ROA in de secundaire sector is niet significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Ook in de secundaire sector zijn de resultaten erg uiteenlopen, wat een verklaring kan zijn dat de stijging niet significant is. Naast de uiteenlopende resultaten in de primaire en secundaire sector, is mogelijk dat de bedrijven in de primaire sector en de secundaire sector relatief minder lease-intensief zijn. Hierdoor is het mogelijk dat de invoering van IFRS 16 geen significante impact heeft op de debt-to-equity-ratio.

In de tertiaire sector is een daling waar te nemen van de ROA van 24,3 procent. Deze daling is significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Deze significante daling kan verklaard worden op dezelfde manier als de stijging van de debt-to-equity-ratio in de tertiaire sector. Een aantal sectoren in de tertiaire sector zijn erg lease-intensief. Door deze hoge lease-intensiviteit is de impact van de invoering van IFRS 16 voor de tertiaire sector hoger, wat mogelijk heeft gezorgd voor de significante daling van de ROA in de tertiaire sector.

De resultaten uit de Wilcoxon rangtekentoets voor de EBIT zijn per sector weergegeven in tabel 4.

**Tabel 4**

*Resultaten Wilcoxon rangteken toets EBIT per sector*

Sector	N	Mean	Wilcoxon p >  z	Min	Max
Primair	28	0,122	-3,006*** (0,003)	-1,149	1,803
Secundair	36	0,668	-0,723 (0,469)	-11,378	51,036
Tertiair	51	-0,404	0,586 (0,558)	-10,439	4,892

Noot: \*\*\*p < 0,01; \*\*p < 0,05; \*p < 0,1

Voor de primaire sector is een stijging van de EBIT van gemiddeld 12,2 procent waar te nemen. Deze stijging is significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Dit is een opvallend resultaat gezien bij de debt-to-equity-ratio en de ROA alleen in de tertiaire sector een significante verandering waar te nemen is. De significant stijging van de EBIT in de primaire sector kan verklaard worden door de relatief minder uiteenlopende resultaten binnen de sector. In iedere sector, voor iedere prestatie maatstaf, zijn de resultaten vrij uiteenlopend. Voor de EBIT in de primaire sector is dit ten opzichte van de andere sectoren en prestatie maatstaven minder het geval.

Voor zowel de secundaire sector als de tertiaire sector zijn de veranderingen in EBIT niet significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. In de secundaire sector is een stijging waar te nemen van gemiddeld 66,8 procent. In de tertiaire sector is een daling waar te nemen van gemiddeld 40,4 procent. Zoals ook het geval was bij de debt-to-equity-ratio en de ROA, zijn voor de EBIT de resultaten binnen een sector erg uiteenlopend. Dit is een mogelijke verklaring voor het feit dat de verandering van de EBIT in de secundaire en tertiaire sector niet significant is.

## 5. Conclusie en discussie

### 5.1 Conclusie

Deze scriptie zoekt een antwoord op de vraag: *Wat is de invloed van IFRS 16 op de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven?*. Om een antwoord te vinden op deze vraag is empirisch onderzoek gedaan naar de verandering van de debt-to-equity-ratio, de ROA en de EBIT, van 114 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven, tussen 2018 en 2019. De resultaten uit het empirisch onderzoek worden vergeleken met de resultaten uit het literatuur onderzoek en geven samen een antwoord op de bovenstaande vraag.

In het empirisch onderzoek is allereerst gekeken naar de volledige sample. Voor de debt-to-equity-ratio wordt een stijging waargenomen. Deze stijging is significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Dit resultaat sluit aan bij het literatuuronderzoek, waarin ook sprake is van een stijging van de debt-to-equity-ratio. In lijn met het literatuur onderzoek laten de resultaten uit het empirisch onderzoek een significante daling zien voor de ROA. Voor de EBIT wordt een stijging waargenomen. Deze stijging is niet significant op basis van de Wilcoxon rangtekentoets.

Naast de volledige sample, kijkt dit onderzoek ook naar de veranderingen per sector. Voor zowel de debt-to-equity-ratio als de ROA zijn de veranderingen in de primaire en secundaire sector niet significant, maar in de tertiaire sector wel significant, op basis van de Wilcoxon rangtekentoets. Voor de debt-to-equity-ratio wordt een significante stijging waargenomen in de tertiaire sector. Voor de ROA is sprake van een significante daling in de tertiaire sector. De lease-intensiviteit van de sectoren is een verklaring voor de significante stijging van de debt-to-equity-ratio en de significante daling van de ROA. Uit het literatuuronderzoek blijkt dat bedrijven in de tertiaire sector vaak lease-intensief zijn, waardoor IFRS 16 veel invloed heeft op de financiële ratio's van deze bedrijven. Voor de EBIT wordt in de primaire sector een significante stijging waargenomen. In de secundaire en tertiaire sector is de verandering van de EBIT niet significant.

Uit het literatuuronderzoek is gebleken dat investeerders financiële prestatemaatstaven voornamelijk gebruiken als uitgangspunt voor verdere analyse. De bovengenoemde veranderingen van de financiële prestatemaatstaven door de invoering van IFRS 16 zullen daarom niet direct invloed hebben op de keuzes van investeerders, maar kunnen wel een stimulans voor investeerders zijn om bepaalde cijfers en posten van een jaarrekening beter te bestuderen. Wel geeft de jaarrekening onder IFRS 16 een beter beeld van de leaseovereenkomsten van een bedrijf, omdat alle activa en passiva die voortvloeien uit leasing opgenomen zijn in de balans. Dit leidt er toe dat de invoering van IFRS 16 de informativiteit van de financiële prestatemaatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven over het algemeen verhoogt, omdat alle activa en passiva die voortvloeien uit leasing zijn meegenomen in deze

prestatie maatstaven. De verhoogde informativiteit heeft niet direct invloed op de keuzes die investeerders maken, maar kan wel een stimulans zijn voor investeerders om bepaalde cijfers of posten beter te analyseren.

## 5.2 Discussie

In deze scriptie is gekeken naar de verandering van de financiële prestatie maatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven door de invoering van IFRS 16. Hiervoor is gekeken naar de jaarrekeningen van 2018 en 2019 van 114 Nederlandse beursgenoteerde bedrijven. De veranderingen in de jaarrekeningen van 2019 ten opzichte van de jaarrekeningen van 2018, worden niet alleen veroorzaakt door IFRS 16. Het is goed mogelijk dat de EBIT van een bedrijf is gestegen, omdat ze een goed jaar hebben gedraaid of dat de ROA van een bedrijf is gedaald, omdat ze veel activa hebben aangekocht. Dit is dan ook de grootste tekortkoming van het empirisch onderzoek; naast de invoering van IFRS 16 zijn er nog heel veel andere factoren die van invloed zijn op de verandering van de financiële prestatie maatstaven. Dit is ook de reden dat de resultaten erg uiteenlopend zijn. Een suggestie voor vervolgonderzoek zou daarom een onderzoek zijn, waarin een correctie zit voor de andere factoren die van invloed zijn op de financiële prestatie maatstaven.

Een andere suggestie voor vervolgonderzoek is het nemen van een grotere sample. Een sample van 114 bedrijven is relatief gezien klein. Doordat de sample relatief klein is, kan met minder zekerheid conclusies getrokken worden uit de gevonden resultaten. Een grotere sample creëert ook de kans om de sectoren verder te specificeren, zodat nog sector specifiek gekeken kan worden wat de invloed is van IFRS 16.

Ondanks de beperkingen van deze scriptie, draagt deze scriptie bij aan bestaand onderzoek door inzicht te geven in de manier waarop de informativiteit van de financiële prestatie maatstaven van Nederlandse beursgenoteerde bedrijven is veranderd door de invoering van IFRS 16.

## Bibliografie

- Asiri, B. K. (2015). How Investors Perceive Financial Ratios at Different Growth Opportunities and Financial Leverages. *Journal of Business Studies Quarterly*, 6(3), 1–12.
- Deloitte. (2016). *Leases. A guide to IFRS 16*. Geraadpleegd op 13 mei 2021 via <https://www2.deloitte.com/be/en/pages/audit/articles/ifrs16-guide-NL.html>
- EY. (2016). *Applying IFRS. A closer look at IFRS 16 Leases*. Geraadpleegd op 13 mei 2021 via [https://www.ey.com/en\\_gl/ifrs-technical-resources/a-closer-look-at-ifrs-16-leases-updated-december-2020](https://www.ey.com/en_gl/ifrs-technical-resources/a-closer-look-at-ifrs-16-leases-updated-december-2020)
- IASPlus. (n.d.). *IAS 17 - Leases*. Geraadpleegd op 12 mei 2021 via <https://www.iasplus.com/en/standards/ias/ias17>
- IFRS. (n.d.-a). *IAS 17 - Leases*. Geraadpleegd op 12 mei 2021 via <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-17-leases/>
- IFRS. (n.d.-b). *IFRS 16 - Leases*. Geraadpleegd op 12 mei via <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-16-leases/>
- IFRS. (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting At a glance*. Geraadpleegd op 12 mei via <https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/project/conceptual-framework/>
- Joubert, M., Garvie, L., & Parle, G. (2017). Implications of the New Accounting Standard for Leases AASB 16 (IFRS 16) with the Inclusion of Operating Leases in the Balance Sheet. *Journal of New Business Ideas & Trends*, 15(2), 1–11.
- Malíková, O., & Brabec, Z. (2012). The influence of a different accounting system on informative value of selected financial ratios. *Technological and Economic Development of Economy*, 18(1), 149–163.
- Morales-Díaz, J., & Zamora-Ramírez, C. (2018). The Impact of IFRS 16 on Key Financial Ratios: A New Methodological Approach. *Accounting in Europe*, 15(1), 105–133.
- O'Connor, M. C. (1973). On the Usefulness of Financial Ratios to Investors in Common Stock. *Accounting Review*, 48(2), 339–352.
- PWC. (2016). *IFRS 16: The leases standard is changing. Are you ready?* Geraadpleegd op 12 mei 2021 via <https://www.pwc.nl/nl/publicaties/ifrs-16-lease-accounting.html>
- Veverková, A. (2019). IFRS 16 and its impacts on aviation industry. *Acta Universitatis Agriculturae et Silviculturae Mendelianae Brunensis*, 67(5), 1369–1377.
- Williams, P. F., & Ravenscroft, S. P. (2015). Rethinking Decision Usefulness. *Contemporary Accounting Research*, 32(2), 763–788.
- Wolfe, M. (1955). The Concept of Economic Sectors. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(3), 402–420.

## Bijlage A

**Tabel A1**

*Nederlandse beursgenoteerde bedrijven in dataset*

Naam bedrijf	Sector
ACCELL GROUP NV	Primary
AD PEPPER MEDIA INTERNATIONAL NV	Secondary
AFC AJAX NV	Tertiary
AFFIMED N.V.	Tertiary
AIRBUS SE	Primary
AKZO NOBEL NV	Secondary
ALUMEXX NV	Primary
AMG ADVANCED METALLURGICAL GROUP N.V.	Tertiary
AMSTERDAM COMMODITIES NV	Primary
ARCONA PROPERTY FUND N.V	Tertiary
ASM INTERNATIONAL NV	Tertiary
ASML HOLDING N.V.	Secondary
ASTARTA HOLDING N.V.	Secondary
AVANTIUM N.V.	Secondary
BASIC-FIT N.V.	Primary
BE SEMICONDUCTOR INDUSTRIES NV	Tertiary
BEVER HOLDING NV	Secondary
BRACK CAPITAL PROPERTIES LIMITED	Tertiary
BRACK CAPITAL REAL ESTATE INVESTMENTS B.V.	Tertiary
BRUNEL INTERNATIONAL NV	Tertiary
C/TAC NV	Tertiary
CENTOGENE N.V.	Tertiary
CNH INDUSTRIAL N.V	Primary
CNOVA N.V.	Secondary
CORBION N.V.	Tertiary
COSMO PHARMACEUTICALS N.V.	Secondary
DIGI COMMUNICATIONS N.V	Primary
DP EURASIA N.V.	Tertiary
DPA GROUP N.V.	Tertiary
EASE2PAY NV	Tertiary
ENVIPCO HOLDING NV	Secondary
EPP N.V.	Tertiary
EUROCOMMERCIAL PROPERTIES N.V.	Tertiary
EURONEXT N.V.	Tertiary
FASTNED B.V.	Tertiary
FERRARI N.V.	Secondary
FORFARMERS N.V.	Secondary
GEOJUNXION NV	Primary
GRANDVISION N.V	Tertiary
HEIJMANS NV	Tertiary
HEINEKEN HOLDING NV	Secondary
HEINEKEN NV	Secondary
HOLLAND COLOURS NV	Secondary
HYDRATEC INDUSTRIES NV	Primary
ICT GROUP N.V.	Primary
IEX GROUP N.V.	Secondary
IMCD N.V.	Secondary
INFLARX N.V.	Primary
INTERTRUST N.V.	Primary
JUST EAT TAKEAWAY.COM N.V	Tertiary
KARDAN N.V.	Tertiary
KENDRION NV	Tertiary
KONINKLIJKE BAM GROEP NV	Primary
KONINKLIJKE BOSKALIS WESTMINSTER NV	Secondary
KONINKLIJKE BRILL NV	Secondary

---

KONINKLIJKE DSM N.V.	Tertiary
KONINKLIJKE KPN NV	Primary
KONINKLIJKE PHILIPS N.V.	Tertiary
KONINKLIJKE VOPAK NV	Secondary
LASTMINUTE.COM N.V.	Tertiary
LUCAS BOLS N.V.	Tertiary
LYONDELLBASELL INDUSTRIES N.V.	Secondary
MILKILAND N.V.	Primary
MKB NEDSENSE N.V.	Secondary
N.V. KONINKLIJKE PORCELEYNE FLES	Secondary
NEDERLANDSCHE APPARATENFABRIEK 'NEDAP' N.V.	Primary
NEDERLANDSE BELEGGINGSMAATSCHAPPIJ VOOR ZEESCHEPEN N.V.	Secondary
NEWAYS ELECTRONICS INTERNATIONAL NV	Tertiary
NOVISOURCE N.V.	Secondary
NSI NV	Tertiary
NXP SEMICONDUCTORS N.V.	Tertiary
OCI N.V.	Secondary
ORANJEWOUD N.V.	Primary
ORDINA NV	Tertiary
OVOSTAR UNION N.V.	Tertiary
PALMBOOMEN CULTUUR MAATSCHAPPIJ MOPOLI N.V.	Tertiary
PHARVARIS N.V.	Primary
PHOTON ENERGY N.V.	Tertiary
PLAZA CENTERS N.V.	Tertiary
PROQR THERAPEUTICS N.V.	Primary
PROSUS NV	Tertiary
RANDSTAD N.V.	Tertiary
RHI MAGNESITA N.V.	Primary
ROODMICROTEC N.V.	Secondary
ROYAL AHOLD DELHAIZE N.V.	Tertiary
SBM OFFSHORE N.V.	Primary
SHOP APOTHEKE EUROPE N.V.	Primary
SIGNIFY N.V.	Secondary
SLIGRO FOOD GROUP N.V.	Tertiary
STELLANTIS N.V.	Secondary
STMICROELECTRONICS NV	Secondary
SUMMUS SOLUTIONS N.V.	Primary
TIE KINETIX N.V.	Secondary
TKH GROUP NV	Primary
UNIQUIRE N.V.	Primary
VALUE8 NV	Secondary
VASTNED RETAIL N.V.	Tertiary
WOLTERS KLUWER NV	Secondary
X5 RETAIL GROUP N.V.	Tertiary

---