

ERASMUS UNIVERSITEIT ROTTERDAM

Erasmus School of Economics

Bachelorscriptie Externe Verslaggeving

**Effecten van duurzaamheidsverslaggeving op de  
ontwikkeling van de financiële positie van EU-  
beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen**

Een onderzoek naar het effect van  
duurzaamheidsverslaggeving van de afgelopen 8 jaar op de  
rentabiliteit, solvabiliteit, kasvoorraad en beurswaarde van 15  
EU-beursgenoteerde ondernemingen.

Naam student: Armien Zare

Studentnummer: 505170

Begeleider: M. Van Dongen

Tweede beoordelaar: H. J. Bouwer

Datum definitieve versie: 26-6-2024

Pagina's: 20 (exclusief voorblad, abstract, inhoudsopgave, bibliografie  
en appendix)

Key-words: Beurskoers, CSR, CSRD, ESG,  
Duurzaamheidsverslaggeving, ESG-Score, EU NFRD

## **Abstract**

Dit onderzoek analyseert de impact van duurzaamheidsverslaggeving op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen tussen 2015 en 2022. Door gebruik te maken van de Refinitiv ESG-score als maatstaf en een meervoudige regressieanalyse zijn de relaties tussen ESG-scores en financiële indicatoren zoals beurswaarde, rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad onderzocht. De analyse is gebaseerd op een meervoudige regressieanalyse van gegevens van 15 verschillende EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen. De resultaten bevestigen dat een hogere ESG-score positief correleert met een hogere aandelenkoers, wat suggereert dat beleggers waarde hechten aan duurzaamheidspraktijken. De invoering van de EU Non-Financial Reporting Directive (NFRD) bleek echter geen significante directe invloed te hebben op de financiële prestaties via ESG-scores binnen de onderzochte periode. Daarnaast werd een positieve invloed van solvabiliteit op de aandelenkoers en een negatieve invloed van de kasvoorraad gevonden. Beperkingen van het onderzoek omvatten de beperkte steekproefomvang en de korte onderzoeksperiode. Dit onderzoek biedt waardevolle inzichten voor beleidsmakers, investeerders en academici die de rol van duurzaamheidsverslaggeving in de financiële sector willen begrijpen en benadrukt de noodzaak voor verder onderzoek naar de langetermijneffecten van dergelijke verslaggeving.

## Inhoudsopgave

Hoofdstuk 1: Inleiding.....	4
1.1 Probleemstelling .....	4
1.2 Onderzoeksvraag .....	5
1.3 Maatschappelijke relevantie .....	5
1.4 Wetenschappelijke relevantie.....	5
1.5 Onderzoeksmethode .....	6
1.6 Dataverzameling .....	6
1.7 Opzet van het onderzoek.....	6
Hoofdstuk 2: Literatuuronderzoek.....	7
2.1 Doel van dit hoofdstuk.....	7
2.2 CSR-rapportage .....	7
2.3 ESG .....	8
2.4 ESG-scores van Refinitiv .....	8
2.5 EU NFRD .....	9
2.6 Effecten van de EU NFRD .....	10
2.7 Mogelijke effecten van verplichte CSR-rapportage.....	11
2.8 Kernpunten literatuuronderzoek .....	12
2.9 Veronderstellingen voor het empirische onderzoek .....	12
2.10 Theoretisch framework .....	13
Hoofdstuk 3: Hypotheses .....	14
3.1 Doel van dit hoofdstuk.....	14
3.2 Hypotheses.....	14
Hoofdstuk 4: Methodologie van het onderzoek .....	15
4.1 Structuur van dit hoofdstuk .....	15
4.2 Gebruikte dataset .....	15
4.3 Regressievergelijking .....	17
Hoofdstuk 5: Resultaten van het onderzoek.....	18
5.1 Beschrijvende statistiek .....	18
5.2 Regressieresultaten.....	19
Hoofdstuk 6: Conclusie .....	21
6.1 Recap van het onderzoek .....	21
6.2 Beantwoording van de onderzoeksvraag .....	21
6.3 Beperkingen en aanbevelingen.....	21
Bibliografie.....	23

## Hoofdstuk 1: Inleiding

Duurzaamheidsverslaggeving is de afgelopen jaren steeds belangrijker geworden. Ondernemingen moeten nu niet alleen over hun financiële prestaties rapporteren, maar ook over hun milieu-impact, sociale verantwoordelijkheden en governance-praktijken (ESG). De groeiende rol en de toenemende verplichting van duurzaamheidsverslaggeving een duurzaam onderneming voor bedrijven roepen vragen op over de financiële en niet-financiële effecten. De niet-financiële langetermijneffecten van duurzaam ondernemen kunnen onder andere een betere bedrijfsreputatie en meer klantloyaliteit zijn (Christensen et al., 2021). Het effect op de financiële situatie van bedrijven kan niet altijd duidelijk zijn, wat soms tot discussies leidt (Ioannou & Serafeum, 2017; Christensen et al., 2021). Duurzaamheidsverslaggeving is daarom een cruciaal instrument voor transparantie en het opbouwen van vertrouwen bij investeerders, klanten en andere belanghebbenden (Cuomo et al., 2022).

Dit onderzoek richt zich op de impact van duurzaamheidsverslaggeving op de financiële positie van 15 EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen. Het onderzoekt de relatie tussen ESG-scores, beurskoersen, rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad, en maakt gebruik van een meervoudige regressieanalyse. Daarnaast worden de effecten van de EU Non-Financial Reporting Directive (NFRD) sinds 2017 bestudeerd. Deze inzichten kunnen helpen bij het ontwikkelen van effectieve strategieën en beleid op het gebied van duurzaamheid, wat zowel bedrijven als de maatschappij ten goede kan komen.

### 1.1 Probleemstelling

Duurzaamheidsverslaggeving omvat een breed scala aan onderwerpen, zoals energieverbruik, watergebruik, afvalbeheer, emissies, arbeidspraktijken, mensenrechten en de effecten van de activiteiten van het bedrijf op de lokale gemeenschappen en het milieu. Deze verslagen worden gepubliceerd als onderdeel van een jaarverslag of als een zelfstandig duurzaamheidsrapport (Christensen et al., 2021). Hoewel er algemeen wordt aangenomen dat duurzaamheid een positieve invloed kan hebben op de bedrijfsresultaten, bestaat er nog steeds onzekerheid over de specifieke financiële impact (Ioannou & Serafeum, 2017). Diverse maatstaven ten behoeven van relatieve duurzaamheidsprestaties zijn in de loop der jaren door ESG-ratingbureaus ontworpen (Tarmuji et al., 2016). De maatstaf welke in academische publicaties vaak gebruik wordt is de zogeheten Refinitiv ESG-score (Reber et al., 2022; Shakil., 2021).

Middels de Refinitiv ESG-score tracht dit onderzoek de invloed te verhelderen van de richtlijn voor niet-financiële rapportage (NFRD), die sinds het verslagjaar 2017 van kracht is voor grote EU-beursgenoteerde bedrijven (waaronder banken en verzekeraars), op de financiële positie van deze bedrijven. Het doel van de studie is om inzicht te verkrijgen in de financiële consequenties van deze verslaggeving voor deze bedrijven. Het verkrijgen van deze informatie kan bruikbaar zijn voor organisaties van openbaar belang (OOB's), beleidsmakers en investeerders die het effect van dergelijke verslaggeving beter willen begrijpen.

## 1.2 Onderzoeksvraag

De volgende onderzoeksvraag zal in dit onderzoek centraal staan:

*“Wat zijn de effecten van duurzaamheidsverslaggeving tussen 2015 en 2022 op de ontwikkeling van de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen?”*

Deze vraag onderzoekt direct de relatie tussen de twee jaar ervoor geïmplementeerde richtlijn voor niet-financiële rapportage (NFRD) en de zes jaar erna (2015;2016 – 2017;2022). Dit kan informatief zijn voor beleidsmakers, accountants, investeerders en bedrijfsleiders die de integratie van duurzaamheid en het effect op de financiële gezondheid van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen beter willen begrijpen.

Om de hoofdvraag gestructureerd te kunnen onderzoeken zijn de volgende deelvragen geformuleerd:

1. Wat is duurzaamheidsverslaggeving?
2. Hoe wordt de financiële positie van een EU-beursgenoteerde onderneming, zowel intern als extern, gedefinieerd?
3. Hoe wordt de ESG-score van een EU-beursgenoteerde onderneming gedefinieerd?
4. Hoe heeft duurzaamheidsverslaggeving de rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad van EU-beursgenoteerde ondernemingen beïnvloed?
5. Hoe heeft duurzaamheidsverslaggeving de ontwikkeling van de beurswaarde van EU-beursgenoteerde ondernemingen beïnvloed?

## 1.3 Maatschappelijke relevantie

Door beter te begrijpen welk effect duurzaamheidsverslaggeving heeft op de financiële positie van EU-beursgenoteerde ondernemingen, kunnen niet-duurzame bedrijfsmodellen en hun impact op mens en milieu sneller worden geïdentificeerd. Deze identificatie kan leiden tot een verschuiving naar duurzamere bedrijfsmodellen en accuratere duurzaamheidsindicatoren. En omdat grote bedrijven hun economische activiteiten volgens wet- en regelgeving verplicht moeten aanpassen aan duurzaamheidsdoelstellingen (e.g. conform NFRD en CSRD), spelen zij een cruciale rol in dit proces. Bovendien kunnen deze inzichten behulpzaam zijn voor beleidsmakers bij het ontwikkelen van effectieve strategieën en beleid op het gebied van duurzaamheid, die op lange termijn zowel bedrijven als de maatschappij ten goede kunnen komen.

## 1.4 Wetenschappelijke relevantie

Gezien het feit dat verplichte duurzaamheidsverslaggeving voor grote EU-beursgenoteerde ondernemingen recentelijk is ingevoerd door de NFRD (vanaf verslagjaar 2017), kunnen de financiële gevolgen van deze richtlijnen voor deze bedrijven nog onduidelijk zijn. Bovendien, met de invoering van de Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) vanaf verslagjaar 2024, waarbij meer bedrijven verplicht worden om zowel kwantitatief als kwalitatief uitgebreider over duurzaamheid te

rapporteren (Odobasa & Marošević, 2023), kunnen de resultaten van dit onderzoek aannames bieden die relevant zijn voor verder diepgaand onderzoek naar het effect van de CSRD op de financiële positie van EU-beursgenoteerde ondernemingen. Hierdoor draagt dit onderzoek dan ook bij aan de academische literatuur.

### 1.5 Onderzoeksmethode

In dit onderzoek zullen aan de hand van de veronderstellingen vanuit de literatuur hypothesen worden opgesteld. De hypothesen zullen middels een meervoudige regressieanalyse worden getoetst. De meervoudige regressieanalyse wordt ingezet om middels de Refinitiv ESG-score de effecten van duurzaamheidsverslaggeving op de financiële positie van ondernemingen te evalueren. De primaire variabelen in dit onderzoek zijn dan ook: 'Beurswaarde', 'ESG-score', 'Rentabiliteit', 'Solvabiliteit' en 'Beurswaarde'. Deze financiële indicatoren zullen worden geanalyseerd in relatie tot de duurzaamheidsverslaggeving onder de NFRD over de periode van 2015 tot en met 2022.

### 1.6 Dataverzameling

Data zullen worden verzameld uit financiële jaarverslagen en de ESG-database van de Erasmus Universiteit voor een steekproef van 15 EU-beursgenoteerde ondernemingen. Er zullen uitsluitend gegevens worden verzameld van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen, aangezien deze sinds verslagjaar 2017 verplicht zijn om onder de NFRD over duurzaamheid te rapporteren. De beschikbaarheid van data was een bepalende factor bij de selectie van de steekproef. De ESG-database van de Erasmus Universiteit bevat slechts voor een beperkt aantal banken en verzekeringsmaatschappijen ESG-scores van de afgelopen acht jaar. Hierdoor is de steekproef beperkt tot 15 geselecteerde ondernemingen.

### 1.7 Opzet van het onderzoek

Dit onderzoek is opgezet rond vijf opeenvolgende hoofdstukken die elk een fase van de studie behandelt. Het tweede hoofdstuk biedt een uitgebreid literatuuroverzicht over de bestaande studies rondom duurzaamheidsverslaggeving, en de directe en indirecte effecten op bedrijven, milieu en maatschappij. In het derde hoofdstuk worden op basis van deze literatuur hypothesen geformuleerd over de relaties tussen duurzaamheidsverslaggeving en de financiële positie van EU-beursgenoteerde ondernemingen. Het vierde hoofdstuk beschrijft de methodologische aanpak, dataverzameling en de uitvoering van de meervoudige regressieanalyse middels SPSS. En het laatste hoofdstuk vat de resultaten samen, beantwoordt de hoofdvraag en bespreekt de betekenis ervan voor de academische wereld, het bedrijfsleven en de maatschappij, en doet aanbevelingen voor toekomstig onderzoek. Elk hoofdstuk bouwt voort op het vorige en draagt zo bij aan een systematische opzet.

## Hoofdstuk 2: Literatuuronderzoek

### 2.1 Doel van dit hoofdstuk

In dit hoofdstuk ligt de nadruk op het belang van een analyse van de bestaande literatuur over duurzaamheidsverslaggeving. Het eerste deel van deze literatuurstudie zal zich richten op het identificeren van relevante en bekende definities, rapportagekaders en meetinstrumenten. Vervolgens zullen bestaande theorieën, methoden en de resultaten van eerdere studies worden verkend. Het doel hiervan is om een solide basis te leggen voor verder onderzoek. Samengevat zal deze literatuurstudie bijdragen aan het definiëren van kernconcepten en het identificeren van hiaten in de bestaande onderzoeken en de huidige kennis. Ook biedt het inzicht in de methodologische benaderingen die eerder zijn toegepast en die als fundament voor de verdere methodologie zullen dienen. Naar aanleiding hiervan zal het theoretisch kader worden gevormd.

### 2.2 CSR-rapportage

De Corporate Social Responsibility and Sustainability Reporting (hierna afgekort als CSR-reporting) heeft de afgelopen jaren aanzienlijke ontwikkelingen doorgemaakt en lijkt een steeds belangrijker onderdeel te worden van het totale rapportagekader, naast externe financiële verslaggeving (Tschopp & Huefner, 2015; Cuomo et al., 2022). Vanaf het verslagjaar 2013 zijn de G3-standaarden van het Global Reporting Initiative (GRI), de AA1000-serie van AccountAbility en de Communication on Progress (COP) van het VN Global Compact de drie meest erkende frameworks voor CSR-rapportage (Tschopp & Huefner, 2015).

Het wereldwijd meest populaire en gebruikte raamwerk voor duurzaamheidsverslaggeving komt van het Global Reporting Initiative (GRI), dat in 1997 werd opgericht met als doel bedrijven en overheden een gemeenschappelijk kader te bieden voor duurzaamheidsrapportage. Het initiatief begon als een project van het Coalition for Environmentally Responsible Economies (CERES) in samenwerking met het milieuprogramma van de Verenigde Naties (UNEP). De eerste richtlijnen van GRI werden uitgebracht in 2000 (Tschopp & Huefner, 2015). Sindsdien heeft de organisatie zich ontwikkeld tot een internationale standaardsetter op het gebied van duurzaamheidsrapportage, die voortdurend updates en verbeteringen van de rapportagerichtlijnen aanbiedt. Het GRI ontwikkelt zijn richtlijnen via een multi-stakeholder benadering gericht op consensus. Een werkgroep, bestaande uit ongeveer twintig individuen inclusief vertegenwoordigers uit het bedrijfsleven, het maatschappelijk middenveld, de arbeidssector, investeerders en accountants, ontwikkelt nieuwe of bijgewerkte onderdelen van de richtlijnen (Tschopp & Huefner, 2015).

Ondanks dat GRI's G3 wereldwijd het meest gebruikte raamwerk is voor verslaggeving, gebruikte één derde van de rapporterende bedrijven dit raamwerk niet medio 2015 (Tschopp & Huefner, 2015). Volgens Tschopp en Huefner (2015) bemoeilijken de verschillende raamwerken verder onderzoek op het gebied van CSR-rapportage. Dit komt mede doordat duurzaamheidsverslaggeving, in vergelijking

met financiële verslaggeving, nog in de beginfase van ontwikkeling is. Hierdoor lijden de consistentie, vergelijkbaarheid, betrouwbaarheid en relevantie van veel CSR-rapportages tot en met 2015 onder deze omstandigheden.

### 2.3 ESG

Corporate Social Responsibility (CSR)-rapportage omvat een breed scala aan activiteiten op het gebied van milieu (environment), sociale zaken (social affairs) en governance (hierna: ESG) (Christensen et al., 2021). Dit betreft informatie over milieu-impact (E), zoals energieverbruik, emissies, watergebruik en afvalbeheer. Ook over hoe de onderneming omgaat met sociale kwesties, zoals arbeidsomstandigheden en mensenrechten (S). Daarnaast heeft het indirect betrekking op de bestuurspraktijken binnen de onderneming, gericht op onderwerpen als bedrijfsethiek en corruptiebestrijding (G). Verder sluit CSR nauw aan bij de belangen van aandeelhouders en kan het zelfs de waarde van een bedrijf verhogen, bijvoorbeeld door het opbouwen van vertrouwen en sociaal kapitaal. Hierdoor worden bedrijven aangespoord om ESG-principes toe te passen. Bedrijven integreren ESG vanwege de bijdrage aan duurzaamheid, ethiek en het potentieel om op lange termijn de bedrijfswaarde te verhogen door risico's te verminderen en de reputatie te verbeteren (Christensen et al., 2021).

Om de milieu-, sociale en governanceprestaties van bedrijven te evalueren, kan gebruik worden gemaakt van de zogeheten 'ESG-score'. Deze score is een meetinstrument dat meestal wordt vastgesteld door onafhankelijke ratingbureaus, zoals Refinitiv. Het helpt beleggers en andere betrokkenen te begrijpen hoe een bedrijf presteert op belangrijke gebieden die invloed kunnen hebben op de duurzaamheid en ethische impact van het bedrijf. Het meetinstrument dat vaak gebruikt wordt in academische publicaties, is de zogeheten Refinitiv ESG-score (Cuomo et al., 2022; Reber et al., 2022; Shakil, 2021).

### 2.4 ESG-scores van Refinitiv

De ESG-scores van Refinitiv (vanaf 2021 dochteronderneming van de London Stock Exchange Group, LSEG) zijn ontworpen om op transparante en objectieve wijze de relatieve ESG-prestaties, betrokkenheid en effectiviteit van een bedrijf te meten, op basis van gegevens die door het bedrijf zijn gerapporteerd (Refinitiv, 2023). De 10 hoofdthema's voor *ESG-scoring* zijn: emissies, milieu, innovatie, werknemers, mensenrechten, gemeenschap, productverantwoordelijkheid, management, aandeelhouders en CSR-strategie (Refinitiv, 2023).

Om de impact van deze verschillende ESG-thema's op de totale ESG-score van een onderneming te bepalen, speelt de materialiteitsmatrix van Refinitiv een cruciale rol (Refinitiv, 2023). Volgens de werking van de materialiteitsmatrix krijgt elke ESG-categorie een gewicht toegewezen op basis van haar materialiteit (d.w.z. de mate waarin een specifiek ESG-thema als belangrijk wordt beschouwd voor een bepaalde industrie). Deze gewichten variëren tussen industrieën omdat sommige ESG-thema's relevanter kunnen zijn voor bepaalde sectoren dan voor andere. Zo kunnen emissies een zwaarder gewicht krijgen in de energie-industrie dan in de financiële sector. Vervolgens worden de totale ESG-



scores van een bedrijf berekend door de scores van alle relevante ESG-categorieën te combineren, waarbij het gewicht van elke categorie wordt meegerekend. Deze scores worden samengevoegd tot drie hoofdpilaren: milieu, sociaal en governance. Deze hoofdpilaren vormen de basis voor de berekening van de algemene ESG-score, waarbij zowel de individuele bijdragen van elke categorie als hun onderlinge verhoudingen worden meegenomen (Refinitiv, 2023). De score wordt uitgedrukt op een schaal van 0 tot 100, waarbij 0 de laagste en 100 de hoogste mogelijke score is. Een lagere score (d.w.z. dichterbij 0) wijst op minder gunstige ESG-prestaties, mogelijk als gevolg van tekortkomingen in beleid, uitvoering of transparantie met betrekking tot milieu-, sociale en governance-aspecten. Een hogere score (d.w.z. dichterbij 100) reflecteert goede ESG-prestaties en een sterk commitment aan milieu-, sociale en governance-principes. Verder worden deze getallen berekend op basis van een percentielrangschikking binnen de peer group van een bedrijf, die bepaald wordt door de industrie en het land van de betreffende organisatie (Refinitiv, 2023).

## 2.5 EU NFRD

Om duurzaamheidsverslaggeving binnen Europa te standaardiseren en te stimuleren, heeft de Europese Unie (EU) in 2014 een nieuwe richtlijn ingesteld, bekend als de Non-Financial Reporting Directive (NFRD 2014/95/EU). Na invoering was de NFRD van toepassing op alle grote ondernemingen met meer dan 500 werknemers, waaronder beursgenoteerde banken, verzekeraars en andere grote organisaties (Caputo et al., 2019). Vanaf het verslagjaar 2017 moesten deze ondernemingen een speciale niet-financiële verklaring toevoegen aan hun jaarverslagen. Deze verklaring moet gedetailleerde informatie bevatten over hoe het bedrijf omgaat met milieu- en sociale kwesties en personeelszaken, waaronder thema's zoals mensenrechten en de strijd tegen corruptie en omkoping (Cuomo et al., 2022). Om deze niet-financiële informatie te rapporteren, mogen de bedrijven kiezen uit verschillende internationale rapportagekaders, waaronder het Global Reporting Initiative (GRI) en de International Integrated Reporting Council (IIRC) (Caputo et al., 2019). Ook adopteert de NFRD het principe van dubbele materialiteit. Dit concept betreft zowel de beoordeling en rapportage van de impact van externe factoren op een organisatie (i.e. financiële impact) als de impact van de organisatie op de samenleving en het milieu (i.e. impact materialiteit) (Christensen et al., 2021). Wanneer een organisatie die onder de Richtlijn valt geen beleid voert met betrekking tot een of meer van deze zaken, moet de niet-financiële verklaring van de betreffende onderneming een duidelijke en goed onderbouwde uitleg bevatten over de redenen hiervoor. Alleen kleine en middelgrote ondernemingen worden van dergelijke rapportage vrijgesteld (Richtlijn 2014/95/EU).

## 2.6 Effecten van de EU NFRD

Zoals eerder benoemd is deze richtlijn niet dwingend. Het is gebaseerd op het 'comply or explain'-principe (Cuomo et al., 2022). Dit betekent dat bedrijven de keuze hebben om ofwel de gevraagde gedetailleerde informatie over duurzaamheid vrij te geven ofwel uit te leggen waarom ze dit niet doen. De 'comply or explain'-principe kan volgens Cuomo et al. (2022) voor enige onzekerheid over de effectiviteit van de richtlijn zorgen. Er is volgens de auteurs nog niet onderzocht of bedrijven die ervoor kiezen om niet alle informatie vrij te geven, dit doen om geldige redenen of omdat ze iets te verbergen hebben. De auteurs constateerden verder in hun onderzoek dat de meeste recente onderzoeken naar de effecten van de EU NFRD gericht waren op bedrijfsniveau. Deze studies richtten zich voornamelijk op effecten zoals bedrijfswaarde en reacties op de aandelenmarkt, in plaats van op de transparantie van CSR-rapportage. Bovendien waren de onderzoeken gericht op de periode waarin de vereisten van de Richtlijn nog niet van toepassing waren. Voor zover bekend bij de auteurs, was nog geen onderzoek gedaan naar de impact van de Richtlijn met een uitgebreide steekproef van EU-bedrijven gedurende de periode waarin ze aan de vereisten moesten voldoen. Het is daarom volgens Cuomo et al., (2022) niet zeker of de EU NFRD effectief is geweest in het bevorderen van transparantie op het gebied van CSR en daarmee in het verbeteren van de maatschappelijke verantwoordelijkheid van bedrijven die onder de richtlijn vallen.

Om hier verheldering in te brengen, hebben Cuomo et al. (2022) onderzocht hoe de invoering van de NFRD, invloed had op CSR-rapportage bij EU-bedrijven buiten de financiële sector tussen 2008 en 2018. In hun analyse maakten zij gebruik van data afkomstig uit de welbekende Refinitiv-database, die vaak is gebruikt in vergelijkbare onderzoeken naar het effect van CSR-rapportage (Cuomo et al., 2022; Reber et al., 2022; Shakil, 2021). De steekproef, bestaande uit gegevens van 2008 tot 2018, is in twee hoofdperioden opgedeeld. De reden hiervoor is als volgt: In de periode van 2008 tot 2013 benadrukte de Europese Commissie de noodzaak om de transparantie van bedrijven over sociale- en milieukwesties binnen alle EU-lidstaten te verhogen. Op 16 april 2013 werd hiertoe een wetsvoorstel gepresenteerd. Het jaar 2014 markeerde de ondertekening en inwerkingtreding van deze richtlijn binnen de EU. De periode van 2015 tot 2018 wordt in het onderzoek beschouwd als de periode na de inwerkingtreding van de richtlijn. De totale steekproef omvatte data uit 17 EU-landen met respectievelijk 5732 en 4099 waarnemingen voor de twee betreffende perioden.

Middels een cross-sectional en differences-in-differences regressie, concluderen Cuomo et al. (2022) dat de NFRD een positieve invloed heeft op het aantal bedrijven dat duurzaamheidsrapporten uitbrengt en verbeteringen rapporteert op het gebied van sociale en milieuprestaties. Verder toont de studie aan dat verschillende factoren een modererende rol spelen in de manier waarop de EU NFRD invloed heeft op de implementatie van sociaal verantwoordelijke praktijken binnen EU-bedrijven. Deze factoren omvatten onder andere de mate waarin bedrijven CSR-rapportage hebben geadopteerd, de grootte van

de bedrijven, de vereiste om deze rapportages te verifiëren, investeringen in onderzoek en ontwikkeling (R&D), het aantal analisten in dienst en de sterkte van het juridische systeem van het land.

Tot slot wijzen de onderzoekers erop dat meer onderzoek nodig is om de langetermijneffecten van de EU NFRD op de financiële prestaties en bedrijfswaarde, inclusief die van financiële instellingen, te beoordelen. Bovendien konden Cuomo et al. (2022), vanwege beperkingen in de beschikbare gegevens niet vaststellen of bedrijven bewust geen CSR-informatie vrijgeven, of dat ze samenwerking met ESG-beoordelingsbureaus vermijden, omdat ze geen commercieel gevoelige informatie willen delen met concurrenten.

## 2.7 Mogelijke effecten van verplichte CSR-rapportage

Het onderzoek van Cuomo et al. (2022) laat zien dat de EU NFRD significante verbeteringen biedt in duurzaamheidsverslaggeving en de sociale en milieuprestaties van bedrijven binnen de EU. Het onderzoek van Christensen et al. (2021) daarentegen onderzoekt de economische gevolgen van mogelijke wettelijk verplichte CSR-rapportage voor Amerikaanse bedrijven. Dit onderzoek richt zich op de impact van CSR-rapportages op de kapitaalkosten, bedrijfswaarde, aandelenrendementen, marktliquiditeit en het gedrag van bedrijven, en onderzoekt interacties met een brede groep belanghebbenden zoals investeerders, geldschietters, analisten, de media, consumenten en werknemers. Volgens Christensen et al. (2021) kan de beschikbaarheid van meer en betere CSR-rapportage bijdragen aan lagere kapitaalkosten. Dit betreft de kosten die het bedrijf moet maken om de operationele activiteiten te kunnen financieren. Dit zou theoretisch kunnen leiden tot een verlaging van de kapitaalkosten, omdat verplichte rapportage over CSR-activiteiten en impact operationele en reputatierisico's kan verminderen. Dit beïnvloedt hoe investeerders de risico's van een bedrijf inschatten; minder risico kan leiden tot lagere rendementseisen van investeerders, wat de kapitaalkosten verlaagt (Christensen et al., 2021). Verder blijkt uit diverse studies dat de directe effecten van CSR-rapportage op bedrijfswaarde en -prestaties beperkt en gemengd zijn (Christensen et al., 2021). Sommige studies tonen een positieve relatie tussen de kwaliteit van vrijwillige CSR-informatie en bedrijfswaarde, toegeschreven aan verbeteringen in de kasstroom en aanpassingen in de disconteringsvoet die investeerders hanteren. Andere studies weerleggen echter deze relatie. Daarom pleiten Christensen et al. (2021) voor verder empirisch onderzoek naar deze relatie. Korte-termijn eventstudies tonen aan dat de omvang van CSR-informatie van beursgenoteerde Amerikaanse bedrijven invloed kan hebben op aandelenrendementen; positief CSR-nieuws heeft een positieve correlatie met een stijging van de aandelen van de betreffende onderneming en vice versa. Lange-termijn studies naar hetzelfde onderwerp ontkrachten echter deze correlatie (Christensen et al., 2021). De onderzoekers beargumenteren ook dat verhoogde marktliquiditeit het gevolg kan zijn van betere en duidelijkere CSR-informatie doordat investeerders hun investeringsbeslissingen beter kunnen onderbouwen. Theoretisch gezien leidt dit tot verhoogde handelsactiviteit en daarmee tot grotere liquiditeit van de aandelen (Christensen et al., 2021). Uit empirisch bewijs blijkt dat verplichte CSR-rapportage voor bedrijven in China tot minder vervuiling

heeft geleid en in het Verenigd Koninkrijk tot een reductie van broeikasgassen. Dit suggereert dat verhoogde transparantie en druk vanuit wet- en regelgeving het gedrag van bedrijven kunnen beïnvloeden (Christensen et al., 2021).

Christensen et al. (2021) concluderen dat huidige vrijwillige CSR-rapportages weliswaar enige inzichten bieden, maar dat een verplicht duurzaamheidsstelsel aanzienlijk meer en waardevollere informatie kan opleveren voor stakeholders. Dit zou op zijn beurt directe gevolgen kunnen hebben op de kapitaalkosten, bedrijfswaarde, aandelenrendementen, marktliquiditeit en het gedrag van bedrijven. De mate waarin dit gebeurt, zal sterk afhangen van hoe goed bedrijven al voldoen aan bestaande CSR-normen (Christensen et al., 2021). Als bedrijven bij invoering van een verplicht stelsel al volledig aan de wetgeving zouden voldoen en al relevante CSR-informatie verschaffen, zou het introduceren van nieuwe standaarden weinig toevoegen. Bovendien kunnen nieuwe informatieverplichtingen extra kosten en intensievere controles door stakeholders met zich meebrengen. Deze dynamiek maakt de werkelijke effecten van een CSR-mandaat moeilijk te voorspellen en wijst op een behoefte aan meer empirisch onderzoek (Christensen et al., 2021).

## 2.8 Kernpunten literatuuronderzoek

Cuomo et al. (2022) tonen aan dat na de inwerkingtreding van de Non-Financial Reporting Directive (NFRD) in 2014 binnen de EU, er een toename was van het aantal bedrijven dat duurzaamheidsrapporten publiceert en verbeteringen meldt in sociale en milieuprestaties. Dit onderzoek wijst echter ook op onzekerheden door het 'comply or explain'-principe, waarbij bedrijven moeten kiezen tussen het naleven van de richtlijn of het uitleggen waarom zij dit niet doen. Christensen et al. (2021) bestuderen de potentiële economische gevolgen van verplichte CSR-rapportage in de VS. Zij constateren dat verplichte rapportage kan leiden tot lagere kapitaalkosten door verminderde operationele en reputatierisico's. Zij noemen ook concrete voorbeelden waarbij in China verplichte rapportage heeft geleid tot minder vervuiling en in het Verenigd Koninkrijk tot een vermindering van broeikasgassen. Beide studies onderstrepen het belang van verdere empirische analyses om de langetermijneffecten van verplichte rapportage op bedrijfswaarde en marktprestaties te begrijpen.

## 2.9 Veronderstellingen voor het empirische onderzoek

Uit de literatuur van Christensen et al. (2021) wordt verwacht dat de beschikbaarheid van meer en betere CSR-rapportage kan bijdragen aan lagere kapitaalkosten. Dit zou komen doordat verplichte CSR-rapportage operationele en reputatierisico's kan verminderen. Theoretisch zal dit leiden tot lagere kosten voor het financieren van de operationele activiteiten van een bedrijf. Verder blijken uit de diverse casestudies die Christensen et al. (2021) hebben onderzocht de directe effecten van CSR-rapportage op bedrijfswaarde en aandelenrendementen beperkt en gemend. Daarom pleiten Christensen et al. (2021) voor verder empirisch onderzoek naar deze relatie. Christensen et al. (2021) verwachten wel verhoogde marktliquiditeit als gevolg van betere en duidelijkere CSR-rapportage, omdat investeerders hierdoor

beter geïnformeerde beslissingen kunnen nemen. Daarnaast wordt uit het onderzoek van Cuomo et al. (2022) blijkt dat de invoering van de NFRD een positieve invloed heeft op de duurzaamheidsprestaties van bedrijven. De correlatie hiervan met financiële prestaties is echter niet bestudeerd. Verder bevelen Cuomo et al. (2022) aan dat er meer empirisch onderzoek nodig is om de langetermijneffecten van de EU NFRD op de financiële prestaties en bedrijfswaarde van bedrijven, inclusief die van financiële instellingen, te onderzoeken. Op basis van de bestudeerde literatuur wordt voor dit onderzoek verondersteld dat CSR-rapportage invloed heeft op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen, en dat de invoering van de EU NFRD hierop een positieve invloed heeft gehad.

## 2.10 Theoretisch framework

Het theoretisch framework voor dit onderzoek richt zich op de relatie tussen duurzaamheidsverslaggeving en de financiële prestaties van bedrijven. Dit zal gemeten worden aan de hand van de ESG-scores van Refinitiv. De onafhankelijke variabele zal in dit onderzoek de ESG-score zijn, en de afhankelijke variabele zal de beurswaarde zijn. Verder zullen de financiële indicatoren rentabiliteit, kasvoorraad en solvabiliteit als controlevariabelen dienen. Daarnaast worden de controlevariabelen 'sector' (bank of verzekeringsmaatschappij) en de pre/post-NFRD status in de regressie meegenomen.

In hoofdstuk 3 zullen op basis van de bovenstaande veronderstellingen hypotheses worden gevormd. In hoofdstuk 4 'Methodologie' zullen deze hypotheses door middel van een meervoudige regressieanalyse worden onderzocht hoe ESG-scores en de invoering van de EU NFRD samenhangen met de financiële prestaties van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen. Hierbij zal gebruik gemaakt worden van data afkomstig uit financiële jaarverslagen en de ESG-database van de Erasmus Universiteit.

## Hoofdstuk 3: Hypotheses

### 3.1 Doel van dit hoofdstuk

In dit hoofdstuk worden op basis van het eerdere literatuuronderzoek hypothesen geformuleerd. Deze hypothesen zullen de relaties onderzoeken tussen duurzaamheidsverslaggeving, gemeten aan de hand van ESG-scores, en de financiële posities van EU-beursgenoteerde ondernemingen. De financiële indicatoren die in deze analyse worden meegenomen zijn rentabiliteit, solvabiliteit, kasvoorraad en beurswaarde. Door middel van een meervoudige regressieanalyse zullen de hypothesen worden getoetst.

### 3.2 Hypothesen

Op basis van de bestudeerde literatuur (Cuomo et al., 2022; Christensen et al., 2021) wordt aangenomen dat betere en duidelijkere CSR-rapportage, gemeten aan de hand van de ESG-score, een positieve invloed heeft op de financiële positie van bedrijven en dat de invoering van de EU NFRD hierop een positieve invloed heeft gehad. Dit leidt tot de volgende twee hypothesen:

*Hypothese 1: Een hogere ESG-score heeft een significante invloed op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen.*

*Hypothese 2: De invoering van de EU NFRD heeft gebaseerd op de ESG-score een significante invloed gehad op financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen.*

In dit onderzoek wordt de financiële positie gedefinieerd door het begrip aandelenkoers, aangezien de aandelenkoers de perceptie van de markt betreffende de waarde en toekomstperspectieven van een bedrijf weerspiegelt. Met het begrip aandelenkoers wordt de aandelenkoers op de publicatiedatum van de financiële jaarcijfers voor de perioden 2015 tot en met 2022 bedoeld. Daarnaast wordt in dit onderzoek aangenomen dat de financiële ratio's zoals rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad ook positief gecorreleerd zijn met de beurswaarde.

## Hoofdstuk 4: Methodologie van het onderzoek

### 4.1 Structuur van dit hoofdstuk

In dit hoofdstuk wordt het empirische onderzoek gepresenteerd waarin de in hoofdstuk 3 geformuleerde hypothesen worden getoetst. Allereerst wordt de gebruikte dataset besproken. Hierbij komen de geselecteerde bedrijven, de gehanteerde variabelen, de argumentatie van de gehanteerde variabelen en de betreffende bronnen aan bod. Vervolgens wordt de methodologie uitgelegd. Dit omvat de toegepaste statistische technieken, de meervoudige regressieanalyse en de aanpak voor het testen van de hypothesen. Tot slot worden de resultaten van het empirische onderzoek geïnterpreteerd.

### 4.2 Gebruikte dataset

Om de relatie tussen duurzaamheidsverslaggeving en de financiële positie van EU-beursgenoteerde ondernemingen te toetsen, wordt gebruik gemaakt van data afkomstig van 15 EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen. De keuze voor banken en verzekeringsmaatschappijen in dit onderzoek is gebaseerd op hun prominente rol in de financiële sector, bijzondere bedrijfsvoering (Handboek Jaarrekening 2023, H47 & H48), en hun verplichting om te rapporteren onder de EU Non-Financial Reporting Directive (EU NFRD) sinds 2017. Hoewel nog meer grote beursgenoteerde organisaties onder de EU NFRD vallen, zijn in dit onderzoek specifiek banken en verzekeringsmaatschappijen apart onderzocht. Dit vanwege hun unieke bedrijfsvoering en de significante invloed die zij uitoefenen op zowel de economie als hun duurzaamheidspraktijken, welke op hun beurt een brede maatschappelijke impact kunnen hebben. Daarnaast kunnen de resultaten uit dit onderzoek in de toekomst een vergelijkingskader bieden voor andere grote EU-beursgenoteerde bedrijven, omdat deze bedrijven mogelijk te maken krijgen met nieuwe en/of vergelijkbare regelgevingen en rapportageverplichtingen (e.g. CSRD). De keuze voor een steekproef van 15 EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen is voornamelijk gebaseerd op de beschikbaarheid van ESG-data. De ESG-database van de Erasmus Universiteit bevat slechts voor een beperkt aantal banken en verzekeringsmaatschappijen ESG-scores van de afgelopen acht jaar, wat heeft geresulteerd in een steekproef van 15 ondernemingen. Bovendien zijn alle controlevariabelen, zoals rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad, handmatig uit de jaarverslagen over de periode van 2015 tot en met 2022 verzameld. Voor deze dataset van 15 ondernemingen betekent dit dat er in totaal 120 (15 bedrijven \* 8 jaar onderzoeksperiode) jaarverslagen zorgvuldig zijn doorgenomen. Deze omvangrijke taak van data-extractie heeft de omvang van de steekproef mede bepaald. Specifiek betreft dit gegevens van de volgende 10 EU-beursgenoteerde banken: ING Groep, ABN AMRO Bank, Deutsche Bank, UBS Group, Nordea Bank, Commerzbank, Danske Bank, Banco BPM en Banca Popolare di Sondrio. Daarnaast zijn gegevens gebruikt van de volgende 5 EU-beursgenoteerde verzekeringsmaatschappijen: Allianz, AXA, Ageas (voorheen Fortis), NN Group en Unipol Gruppo Finanziario.

De reden dat voor dit onderzoek meer banken dan verzekeringsmaatschappijen zijn gekozen, is dat veel van de voor dit onderzoek gebruikte banken ook verzekeringsdiensten en -producten aanbieden.

Hierdoor fungeren zij naast bankwezen ook gedeeltelijk als verzekeringsmaatschappij. Of de banken deze verzekeringsdiensten zelf aanbieden of in samenwerking met een verzekeringsmaatschappij, is in dit onderzoek niet verder onderzocht, aangezien dit buiten de scope van deze bachelorscriptie valt. Om de financiële positie van de geselecteerde bedrijven te meten, is de beurskoers van het betreffende aandeel als graadmeter gehanteerd. De data van de bekendmaking van de financiële cijfers en de koersdata van dezelfde dag zijn afkomstig van welbekende financiële platformen zoals MarketScreener, Investing.com en Yahoo Finance. Voor het meten van duurzaamheidsverslaggeving wordt gebruikgemaakt van de ESG-score van Refinitiv voor de verslagperioden 2015 tot en met 2022. De betreffende scores zijn afkomstig uit de ESG-database van de Erasmus Universiteit.

Om de controlevariabelen in kaart te brengen, zijn de financiële gegevens uit deze jaarverslagen vervolgens omgezet naar Microsoft Excel, om van daaruit de betreffende ratio's te berekenen. Deze controlevariabelen, rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad, zijn per onderneming afzonderlijk handmatig bepaald. Hierbij zijn de volgende formules gehanteerd: 'rentabiliteitsratio = [(winst voor belasting / omzet gegenereerd door kernactiviteiten) \* 100%]', 'solvabiliteit = eigen vermogen / totaal vermogen', 'kasvoorraad = kas en kasequivalenten / totaal vermogen'.

Hierbij toont de rentabiliteitsratio hoe effectief een onderneming haar kernactiviteiten beheert om winst te genereren. Een hogere waarde duidt op een grotere efficiëntie in het omzetten van omzet naar winst voor belasting, wat belangrijk is voor investeerders en schuldeisers om de winstgevendheid van de onderneming te beoordelen. De solvabiliteitsratio geeft aan in welke mate een onderneming haar langetermijnschulden kan voldoen met haar beschikbare eigen vermogen. Deze ratio is cruciaal voor het beoordelen van de financiële stabiliteit en het risico dat de onderneming loopt met betrekking tot haar schuldenlast. De kasvoorraad (liquiditeitsratio) biedt inzicht in de mate waarin een onderneming op zeer korte termijn haar schulden kan afbetalen met haar meest liquide activa. In de context van banken en verzekeringsmaatschappijen, geeft deze ratio een direct beeld van hun vermogen om snel middelen vrij te maken voor operationele behoeften of schuldverplichtingen. Bijzonder voor banken en verzekeringsmaatschappijen is dat de meer algemene liquiditeitsratio's zoals de cashratio, current ratio of quick ratio minder relevant zijn. Dit komt omdat hun balansopstelling anders is vanwege hun bijzondere bedrijfsuitvoering. De balansen van deze instellingen worden niet alleen beïnvloed door gewone bedrijfsactiviteiten maar ook door strikte regelgeving en IFRS standaarden, zoals IFRS 7, IFRS 9, IFRS 13, IAS 1 en IAS 32. De modellen K en N, zoals beschreven in het handboekjaarrekening 2023 (H47 & 48), bieden specifieke richtlijnen voor het opstellen van balansen voor banken en verzekeringsmaatschappijen, rekening houdend met hun unieke operationele en regelgevende vereisten. In dit onderzoek wordt verder verondersteld dat alle bovengenoemde controlevariabelen een positieve invloed op de beurskoers hebben. Zie tevens appendix F voor de gehele dataset.



### 4.3 Regressievergelijking

Dan wordt nu de regressievergelijking van het onderzoek uiteengezet. Hierbij wordt tevens de methodiek van het testen van de eerder geformuleerde hypothesen toegelicht. De testen worden met behulp van het softwarepakket SPSS uitgevoerd, rekening houdend met een 5% significantieniveau.

In dit onderzoek wordt de beurskoers als afhankelijke variabele gebruikt. Deze variabele wordt beoordeeld door de beurskoers van de onderneming te analyseren, wat een directe indicatie geeft van hoe de markt de waarde van het bedrijf inschat en daarmee de financiële positie weergeeft. De onafhankelijke variabelen in deze studie omvatten de Refinitiv ESG-score, rentabiliteit, solvabiliteit en liquiditeit. Om het omslagpunt vanaf 2017, de invoering van de EU NFRD, in kaart te brengen en te analyseren of er een significant verschil is tussen de periode 2015-2016 en 2018-2022 op het gebied van duurzaamheidsverslaggeving en de beurskoers, is de interactieterm 'ESG-score \* Periode' aan het model toegevoegd. Om dit mogelijk te maken, is de dummyvariabele 'Periode' in de regressieanalyse opgenomen, waarbij 0 de periode vóór de invoering van de EU NFRD (2015-2016) en 1 de periode erna (2018-2022) impliceert. Om een beter beeld te krijgen of er een wezenlijk verschil is tussen het type bedrijf en duurzaamheidsverslaggeving, is een tweede interactieterm 'ESG-score \* Type\_Bedrijf' toegevoegd. Hiervoor is de dummyvariabele 'Type\_Bedrijf' opgenomen, waarbij 0 verzekeringsmaatschappij en 1 bank impliceert. Dit leidt tot de volgende regressievergelijking:

$$\text{Beurskoers} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{ESG-score} + \beta_2 \cdot \text{Rentabiliteit} + \beta_3 \cdot \text{Solvabiliteit} + \beta_4 \cdot \text{Liquiditeit} + \beta_5 \cdot \text{Periode} + \beta_6 \cdot (\text{ESG-score} \times \text{Periode}) + \beta_7 \cdot \text{Type\_Bedrijf} + \beta_8 \cdot (\text{ESG-score} \times \text{Type\_Bedrijf}) + \epsilon$$

Om tot een goede schatting van de regressiecoëfficiënten te komen, zal middels het softwarepakket SPSS tevens worden getoetst op multicollineariteit. Multicollineariteit houdt in dat de onafhankelijke variabelen in de regressievergelijking niet significant met elkaar gecorreleerd mogen zijn. Verder worden bij de regressie de varianties van de standaardfouten als homogeen beschouwd doordat de functie 'robust' wordt toegepast. Dit betekent dat de standaardfouten worden aangepast om bestand te zijn tegen heteroscedasticiteit. Zo blijven de schattingen van de regressieanalyse betrouwbaar, zelfs als de variantie van de fouten niet constant is bij verschillende waarden van de onafhankelijke variabelen.

## Hoofdstuk 5: Resultaten van het onderzoek

### 5.1 Beschrijvende statistiek

In dit hoofdstuk worden de beschrijvende statistieken van de variabelen die in dit onderzoek zijn gebruikt gepresenteerd. Deze statistieken geven een goed overzicht van de dataset en bieden inzicht in de spreiding en gemiddelde waarden van de variabelen. Ze kunnen tevens onder de appendices A, B en C worden teruggevonden..

De gemiddelde aandelenkoers van de onderzochte EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen bedroeg €2.681, met een aanzienlijke variatie tussen een minimum van €147 en een maximum van €23.070. Dit geeft logischerwijs aan dat er grote verschillen zijn in de hoogte van de beurskoers van de bedrijven in de steekproef, wat de diversiteit in het aantal aandelen uitstaande en/of marktkapitalisatie binnen deze dataset benadrukt. De ESG-score, die de duurzaamheidsprestaties van de bedrijven meet, had een gemiddelde waarde van 71, met scores variërend van 21 tot 95. Deze brede spreiding laat zien dat er aanzienlijke verschillen bestaan in hoe goed de bedrijven presteren op het gebied van milieu, sociale aspecten en governance.

Wat betreft de financiële gezondheid van de bedrijven, hadden ze een gemiddelde rentabiliteit van 21%, wat wijst op een redelijke winstgevendheid binnen deze dataset. De solvabiliteit, een maatstaf voor de langetermijnstabiliteit van een bedrijf, was gemiddeld 12,5%, wat aangeeft dat ongeveer 1/10 deel van het vermogen van deze bedrijven uit eigen vermogen bestaat. Een opvallende bevinding was de kasvoorraad van de bedrijven, die gemiddeld 0,6% bedroeg. Dit lage percentage kan wellicht verklaard worden doordat 2/3 van de steekproef uit commerciële banken bestaat, die onder andere geld in bewaring nemen, leningen verstrekken en het betalingsverkeer controleren. Deze banken houden relatief weinig kasvoorraad aan in verhouding tot hun totale vermogen. Commerciële banken hebben namelijk rekeningen bij centrale banken, die optreden als bank voor commerciële banken en hun rekeningen debiteren. Dit systeem stelt commerciële banken in staat nieuwe leningen te verstrekken, wat geldschepping veroorzaakt. Hoewel dit wijst op een actieve financiële strategie, kan het ook duiden op kwetsbaarheid bij onverwachte financiële noodsituaties.

Verder geeft appendix C de normaliteit van de residuen binnen de dataset weer door middel van een histogram, waarin wordt aangetoond dat de residuen enigszins normaal verdeeld zijn. Dit bevordert de algemene assumpties voor regressieanalyses en zorgt ervoor dat de beschrijvende statistieken een goed inzicht bieden in de onderzochte variabelen en hun verdeling binnen de dataset. Uit de Pearson correlatietabel, zie appendix D, blijkt dat er significante positieve correlaties bestaan tussen de ESG-score en liquiditeit (0,196,  $p = 0,032$ ), en tussen rentabiliteit en solvabiliteit (0,464,  $p < 0,001$ ). Andere correlaties zijn niet significant, wat wijst op het ontbreken van sterke lineaire relaties tussen de overige variabelen. Multicollineariteit is getoetst middels de Pearson correlatietabel en de resultaten tonen aan dat er verder weinig tot geen significante multicollineariteit aanwezig is tussen de variabelen.

## 5.2 Regressieresultaten

De regressieresultaten van de meervoudige regressieanalyse zijn onder Appendix E weergegeven. Deze regressieanalyse toont verschillende bevindingen over de factoren die de aandelenkoers beïnvloeden. Allereerst is op te merken dat de  $R^2$ -waarde van dit model 0,482 is, wat betekent dat 48,2% van de variantie in de aandelenkoers kan worden verklaard door de onafhankelijke variabelen in het model. Dit geeft aan dat het model een redelijke verklaring biedt voor de variatie in de aandelenkoers. Het feit dat de variantie binnen dit model niet geheel wordt verklaard, kan wellicht komen door het feit dat duurzaamheidsverslaggeving relatief nieuw is en nog steeds volop in ontwikkeling (bijvoorbeeld de invoering van CSRD vanaf 2024), en dat duurzaamheidsverslaggeving nog geen significante impact op de financiële positie en dus de beurskoersen heeft. Verder is op te merken dat de ESG-score een positieve en significante invloed heeft op de aandelenkoers. Voor elke eenheidstoename in de ESG-score neemt de aandelenkoers met ongeveer €1,505 toe (ceteris paribus). Ook solvabiliteit heeft een positieve en statistisch significante invloed op de aandelenkoers. Voor elke toename van één eenheid in de solvabiliteit neemt de aandelenkoers met ongeveer €77,16 toe (ceteris paribus). Verder blijkt liquiditeit een negatieve en statistisch significante invloed op de koers te hebben, waarbij elke toename van één eenheid in de liquiditeit de koers met €220,62 verlaagt. Het is onrealistisch dat het gehele vermogen van de onderneming uit geldmiddelen en kasequivalenten (i.e. cash and cash equivalents) bestaat. Een mogelijke interpretatie van dit resultaat kan zijn dat de markt een te hoge liquiditeit mogelijk ziet als een inefficiënt gebruik van middelen. Vanuit het ANOVA-tabel is op te merken dat de F-waarde 12,893 en de bijbehorende p-waarde kleiner dan 0,001 is. De F-waarde test de algemene significantie van het regressiemodel. De lage p-waarde ( $< 0,05$ ) impliceert dat er voldoende bewijs is dat tenminste één van de onafhankelijke variabelen in dit model een significante voorspeller is van de aandelenkoers. Het model als geheel is dus statistisch significant.

Aan de andere kant zijn rentabiliteit, de periode waarin de data zijn verzameld (voor of na 2017), en het type bedrijf (bank of verzekeringsmaatschappij) niet statistisch significant in dit model. Dit betekent dat veranderingen in deze variabelen geen betekenisvolle impact hebben op de aandelenkoers. De interactieterm tussen ESG-score en periode is eveneens niet significant, wat aangeeft dat de invloed van ESG-score op de aandelenkoers niet significant verschilt tussen de twee perioden. De interactieterm tussen ESG-score en bedrijfstype is bijna significant (p-waarde = 0,054), wat suggereert dat er mogelijk een verschil is in hoe ESG-score de aandelenkoers beïnvloedt tussen banken en verzekeringsmaatschappijen. Dit resultaat is net niet significant op het 5% niveau. Ook kan de constante niet geïnterpreteerd worden, aangezien negatieve waarden voor aandelenkoersen en nulwaarden voor de overige parameters onrealistisch zijn.

Verder kunnen de tolerantie- en VIF-waarden behulpzaam zijn bij het beoordelen van multicollineariteit in een regressiemodel. De kolom 'Collinearity Tolerance' meet in welke mate een onafhankelijke

variabele niet verklaard kan worden door andere variabelen in het model, waarbij waarden onder 0,1 op multicollineariteit kan wijzen. De kolom Variance Inflation Factor (VIF) meet de inflatie van de variantie door multicollineariteit, waarbij waarden boven 10 problematisch kunnen zijn. In deze analyse tonen enkele variabelen, zoals 'Periode', 'Type\_Bedrijf', 'ESGscore\_Periode' en 'ESGscore\_Type' een vrij hoge VIF-waarden en lage tolerantiewaarden, wat op enige mate van multicollineariteit duidt. Daarentegen hebben de overige variabelen een VIF- en tolerantiewaarden die binnen veilige grenzen liggen, wat aangeeft dat er weinig tot geen multicollineariteit aanwezig is.

Samenvattend laten de significante bevindingen zien dat ESG-score, solvabiliteit en liquiditeit belangrijke voorspellers zijn van de aandelenkoers, waarbij ESG-score en solvabiliteit een positieve invloed hebben en liquiditeit een negatieve invloed heeft. De niet-significante bevindingen suggereren dat rentabiliteit, periode, type bedrijf en de interactietermen minder invloedrijk zijn in het voorspellen van de aandelenkoers binnen dit model. De  $R^2$ -waarde van 0,482 geeft aan dat bijna de helft van de variantie in de aandelenkoers wordt verklaard door dit model, wat duidt op een redelijk voorspellend vermogen.

Om een oordeel te kunnen vellen over de eerste hypothese 'Een hogere ESG-score heeft een significante invloed op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen,' is de variabele 'ESG-score' van belang. Zoals eerder genoemd, blijkt dat de ESG-score een positieve en significante invloed heeft op de aandelenkoers. De coëfficiënt bedraagt 1,505 en de p-waarde is 0,001. Dit betekent dat voor elke eenheidstoename in de ESG-score de aandelenkoers met ongeveer €1,505 toeneemt (ceteris paribus). We kunnen dus bevestigen dat hypothese 1 klopt, omdat een hogere ESG-score inderdaad een significante invloed heeft op de financiële positie.

Voor de tweede hypothese 'De invoering van de EU NFRD heeft, gebaseerd op de ESG-score, een significante invloed gehad op financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen', zijn de variabelen 'Periode' en 'ESGscore\_Periode' van belang. Aangezien beide p-waarden (0,168 en 0,181 respectievelijk) groter zijn dan 0,05, zijn ze bij een significantieniveau van 5% niet significant. Derhalve dient de tweede hypothese te worden verworpen.

Uit de regressieresultaten blijkt dus dat de tweede hypothese moet worden verworpen, terwijl de eerste hypothese wordt bevestigd.

## Hoofdstuk 6: Conclusie

### 6.1 Recap van het onderzoek

Dit onderzoek richtte zich op het analyseren van de effecten van duurzaamheidsverslaggeving op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen over de periode 2015-2022. Door gebruik te maken van de Refinitiv ESG-score als maatstaf voor duurzaamheidsverslaggeving, werden de relaties tussen ESG-scores en diverse financiële indicatoren zoals beurswaarde, rentabiliteit, solvabiliteit en kasvoorraad onderzocht.

Verder werden op basis van bestaande literatuur de volgende twee centrale hypothesen opgesteld:

*Hypothese 1: Een hogere ESG-score heeft een significante invloed op de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen.*

*Hypothese 2: De invoering van de EU NFRD heeft een significante invloed gehad op de ESG-score van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen en daarmee op hun financiële positie.*

Deze hypothesen werden vervolgens middels een meervoudige regressieanalyse getoetst. De meervoudige regressieanalyse toonde aan dat de ESG-score een positieve en significante invloed had op de aandelenkoers van de onderzochte bedrijven. Hiermee werd de eerste hypothese bevestigd. Daarnaast werd er een positieve significante invloed van solvabiliteit op de aandelenkoers gevonden, terwijl kasvoorraad een negatieve invloed had op de aandelenkoers. De positieve invloed van solvabiliteit bevestigt het belang van financiële gezondheid, terwijl de negatieve invloed van kasvoorraad suggereert dat een te hoge kaspositie door de markt als inefficiënt kan worden gezien. Verder bleken de periodevariabele, die de invoering van de NFRD representeert, en de interactieterm tussen ESG-score en periode niet significant. Dit betekent dat de invoering van de NFRD geen directe significante invloed had op de financiële prestaties via ESG-scores binnen de onderzochte periode. Dit leidt tot de verwerping van Hypothese 2.

### 6.2 Beantwoording van de onderzoeksvraag

De centrale onderzoeksvraag van deze scriptie luidde: ‘Wat zijn de effecten van duurzaamheidsverslaggeving tussen 2015 en 2022 op de ontwikkeling van de financiële positie van EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen?’. Uit de analyse blijkt dat er een significante positieve relatie bestaat tussen ESG-scores en de aandelenkoers van de onderzochte bedrijven. Dit kan betekenen dat beleggers waarde hechten aan duurzaamheidspraktijken, wat kan bijdragen aan een positievere perceptie van het bedrijf en zijn toekomstige groeipotentieel.

### 6.3 Beperkingen en aanbevelingen

Dit onderzoek kent enkele beperkingen. De beschikbaarheid van ESG-data was bijvoorbeeld een bepalende factor bij de selectie van de steekproef. De ESG-database van de Erasmus Universiteit bevatte slechts voor een beperkt aantal banken en verzekeringsmaatschappijen ESG-scores voor de achtjarige

periode van 2015 tot en met 2022. heeft geresulteerd in een steekproef van 15 ondernemingen, wat de generaliseerbaarheid van de resultaten voor alle overige banken en verzekeringsmaatschappijen kan beperken. Toekomstig onderzoek kan profiteren van een grotere en meer diverse steekproef van andere banken en verzekeringsmaatschappijen, met een kortere onderzoeksperiode, bijvoorbeeld 4 of 6 jaar, omdat er vanuit de database van de Erasmus Universiteit meer ESG-data beschikbaar is voor deze periodes.

Wat verder niet onderschat mag worden, is het feit dat duurzaamheidsverslaggeving relatief nieuw is en nog volop in ontwikkeling. De EU NFRD is pas vanaf boekjaar 2017 van kracht geworden voor onder andere EU-beursgenoteerde banken en verzekeringsmaatschappijen, en nieuwe richtlijnen voor duurzaamheidsontwikkeling zijn ook in ontwikkeling. Een goed voorbeeld hiervan is de toekomstige CSRD, die vanaf boekjaar 2024 van kracht zal worden. Hierdoor kunnen de langetermijneffecten van duurzaamheidsverslaggeving nog niet volledig zichtbaar zijn. Verder toekomstig onderzoek kan hierover waardevolle inzichten bieden.

Een verdere beperking in dit onderzoek is de afhankelijkheid van de ESG-score als enige maatstaf voor duurzaamheidsverslaggeving. Hoewel de Refinitiv ESG-score binnen de academische wereld een veelgebruikte en betrouwbare indicator is, zouden toekomstige studies meerdere maatstaven en rapportagekaders kunnen gebruiken om een vollediger beeld van duurzaamheidsverslaggeving te krijgen.

Ook zijn niet alle variabelen van de regressieanalyse toepasbaar voor andere EU-beursgenoteerde bedrijven die geen bank of verzekeringsmaatschappij zijn. In de regressieanalyse van dit onderzoek is namelijk gebruik gemaakt van de controlevariabele kasvoorraad als een parameter om liquiditeit te meten. Standaard liquiditeitsratio's, zoals de current en quick ratio, zijn niet veelzeggend voor banken en verzekeringsmaatschappijen gezien hun bijzondere bedrijfsuitvoering. Een gevolg hiervan is dat volgens het handboekjaarrekening 2023 (hoofdstukken 47 en 48) de balans van een bank ingericht moet zijn overeenkomstig model K, en de balans van een verzekeringsmaatschappij overeenkomstig model N. In beide modellen ontbreekt een gedetailleerde onderverdeling tussen vaste en vlottende activa, evenals tussen lang en kort vreemd vermogen, waardoor de standaardratio's niet veelzeggend zijn voor de gebruikte dataset. Toekomstig onderzoek zou kunnen overwegen om andere typen bedrijven te analyseren waar de standaard liquiditeitsratio's wel als controlevariabele in de analyse meegenomen kunnen worden. Bijvoorbeeld naamloze of besloten vennootschappen waarvan de balans overeenkomstig model A of model B is ingericht en derhalve wel een dergelijke onderverdeling in de balans heeft.

Kortom, heeft dit onderzoek significante relaties vastgesteld tussen ESG-scores en de financiële prestaties van bedrijven. Desondanks is er behoefte aan verdere, meer uitgebreide studies om de complexe dynamiek tussen duurzaamheidsverslaggeving en financiële resultaten volledig te begrijpen.

## Bibliografie

- Caputo, F., Leopizzi, R., Pizzi, S., & Milone, V. (2019). The non-financial reporting harmonization in Europe: Evolutionary pathways related to the transposition of the Directive 95/2014/EU within the Italian context. *Sustainability*, 12(1), 92.
- Christensen, H. B., Hail, L., & Leuz, C. (2021). Mandatory CSR and sustainability reporting: Economic analysis and literature review. *Review of accounting studies*, 26(3), 1176-1248.
- Cuomo, F., Gaia, S., Girardone, C., & Piserà, S. (2022). The effects of the EU non-financial reporting directive on corporate social responsibility. *The European Journal of Finance*, 1-27.
- Ioannou, I., & Serafeim, G. (2017). The consequences of mandatory corporate sustainability reporting. *Harvard Business School research working paper*, (11-100).
- Odobaša, R., & Marošević, K. (2023). Expected contributions of the European corporate sustainability reporting directive (CSRD) to the sustainable development of the European union. *EU and comparative law issues and challenges series (ECLIC)*, 7, 593-612.
- Reber, B., Gold, A., & Gold, S. (2022). ESG disclosure and idiosyncratic risk in initial public offerings. *Journal of Business Ethics*, 179(3), 867-886.
- Refinitiv. (2023). *ESG scores methodology*. London Stock Exchange Group. Geraadpleegd van <https://www.lseg.com/en/data-analytics/sustainable-finance/esg-scores>
- RICHTLIJN 2014/95/EU VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD. Geraadpleegd van <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0095>
- Shakil, M. H. (2021). Environmental, social and governance performance and financial risk: Moderating role of ESG controversies and board gender diversity. *Resources Policy*, 72, 102144.
- Tarmuji, I., Maelah, R., & Tarmuji, N. H. (2016). The impact of environmental, social and governance practices (ESG) on economic performance: Evidence from ESG score. *International Journal of Trade, Economics and Finance*, 7(3), 67.
- Tschopp, D., & Huefner, R. J. (2015). Comparing the evolution of CSR reporting to that of financial reporting. *Journal of business ethics*, 127, 565-577.

# Appendix

## Appendix A: Beschrijvende statistiek

Descriptives				Statistic	Std. Error
Koers	Mean			26,8053	4,28240
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound		18,3258	
		Upper Bound		35,2849	
	5% Trimmed Mean			18,1552	
	Median			13,4700	
	Variance			2200,670	
	Std. Deviation			46,91130	
	Minimum			1,47	
	Maximum			230,70	
	Range			229,23	
	Interquartile Range			20,76	
	Skewness			3,273	,221
	Kurtosis			10,119	,438
	ESG-score	Mean			70,9077
95% Confidence Interval for Mean		Lower Bound		68,1629	
		Upper Bound		73,6524	
5% Trimmed Mean				71,9720	
Median				73,2300	
Variance				230,577	
Std. Deviation				15,18476	
Minimum				20,73	
Maximum				94,95	
Range				74,22	
Interquartile Range				16,12	
Skewness				-1,107	,221
Kurtosis				1,432	,438

Rentabiliteit	Mean			20,5747%	1,86134%
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound		16,8891%	
		Upper Bound		24,2604%	
	5% Trimmed Mean			19,3706%	
	Median			17,9950%	
	Variance			415,752	
	Std. Deviation			20,39000%	
	Minimum			-31,67%	
	Maximum			88,95%	
	Range			120,62%	
	Interquartile Range			20,90%	
	Skewness			1,059	,221
	Kurtosis			2,174	,438
	Solvabiliteit	Mean			,125316
95% Confidence Interval for Mean		Lower Bound		,096942	
		Upper Bound		,153690	
5% Trimmed Mean				,100742	
Median				,061600	
Variance				,025	
Std. Deviation				,1569724	
Minimum				,0338	
Maximum				,6718	
Range				,6380	
Interquartile Range				,0428	
Skewness				2,600	,221
Kurtosis				5,712	,438



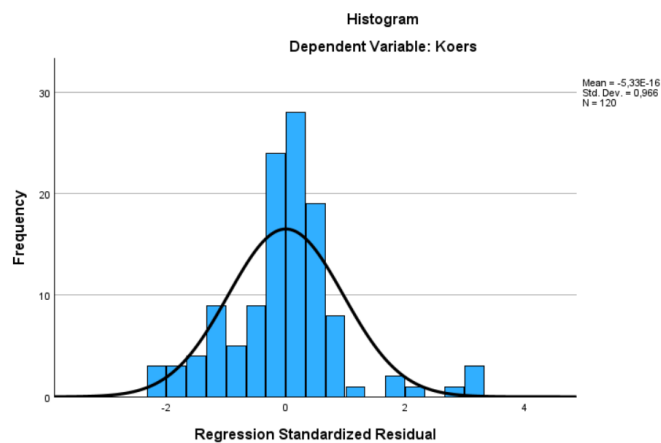
Liquiditeit	Mean		,062120	,0044775
	95% Confidence Interval for Mean	Lower Bound	,053254	
		Upper Bound	,070986	
	5% Trimmed Mean		,059898	
	Median		,047550	
	Variance		,002	
	Std. Deviation		,0490490	
	Minimum		,0004	
	Maximum		,1726	
	Range		,1722	
	Interquartile Range		,0822	
	Skewness		,594	,221
	Kurtosis		-,869	,438

## Appendix B: Beschrijvende statistiek 'Type\_Bedrijf'

		Type_Bedrijf			
		Frequency	Percent	Valid Percent	Cumulative Percent
Valid	Verzekeringsmaatschappij	40	30,3	33,3	33,3
	Bank	80	60,6	66,7	100,0
	Total	120	90,9	100,0	
Missing	System	12	9,1		
Total		132	100,0		

## Appendix C: Histogram residuen

Charts



## Appendix D: Correlatietabel

		Correlations			
		ESG-score	Rentabiliteit	Solvabiliteit	Liquiditeit
ESG-score	Pearson Correlation	1	-,055	,018	,196*
	Sig. (2-tailed)		,549	,847	,032
	N	120	120	120	120
Rentabiliteit	Pearson Correlation	-,055	1	,464**	,082
	Sig. (2-tailed)	,549		<,001	,373
	N	120	120	120	120
Solvabiliteit	Pearson Correlation	,018	,464**	1	,005
	Sig. (2-tailed)	,847	<,001		,956
	N	120	120	120	120
Liquiditeit	Pearson Correlation	,196*	,082	,005	1
	Sig. (2-tailed)	,032	,373	,956	
	N	120	120	120	120

\*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

\*\* . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

## Appendix E: Regressieresultaten

### Model Summary<sup>b</sup>

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,694 <sup>a</sup>	,482	,444	34,97018

a. Predictors: (Constant), ESGscore\_Type, ESGscore\_Periode, Solvabiliteit, ESG-score, Rentabiliteit, Liquiditeit, Periode, Type\_Bedrijf

b. Dependent Variable: Koers

### ANOVA<sup>a</sup>

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	126136,283	8	15767,035	12,893	<,001 <sup>b</sup>
	Residual	135743,434	111	1222,914		
	Total	261879,717	119			

a. Dependent Variable: Koers

b. Predictors: (Constant), ESGscore\_Type, ESGscore\_Periode, Solvabiliteit, ESG-score, Rentabiliteit, Liquiditeit, Periode, Type\_Bedrijf

### Coefficients<sup>a</sup>

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0% Confidence Interval for B		Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF
1	(Constant)	-60,722	32,276		-1,881	,063	-124,680	3,236		
	ESG-score	1,505	,448	,487	3,362	,001	,618	2,392	,222	4,496
	Rentabiliteit	-,002	,205	-,001	-,011	,991	-,409	,405	,587	1,705
	Solvabiliteit	77,159	25,538	,258	3,021	,003	26,554	127,763	,640	1,564
	Liquiditeit	-220,627	101,486	-,231	-2,174	,032	-421,729	-19,525	,415	2,411
	Periode	-46,121	33,206	-,478	-1,389	,168	-111,920	19,679	,039	25,359
	Type_Bedrijf	48,749	36,615	,492	1,331	,186	-23,807	121,304	,034	29,234
	ESGscore_Periode	,616	,458	,491	1,345	,181	-,291	1,524	,035	28,561
	ESGscore_Type	-1,035	,532	-,767	-1,944	,054	-2,090	,020	,030	33,375

a. Dependent Variable: Koers

## Appendix F: Overzicht dataset vanuit Microsoft Excel

Naam bedrijf	Type bedrijf	Jaar	Koers	ESG-score	Rentabiliteit	Solvabiliteit	Liquiditeit
ING GROEP	Bank	2015	€ 10,41	74,49	30%	5%	2%
ING GROEP	Bank	2016	€ 13,67	82,53	27%	6%	2%
ING GROEP	Bank	2017	€ 14,73	73,49	51%	6%	3%
ING GROEP	Bank	2018	€ 10,72	73,15	45%	6%	6%
ING GROEP	Bank	2019	€ 10,77	74,42	46%	6%	6%
ING GROEP	Bank	2020	€ 8,65	73,31	23%	6%	12%
ING GROEP	Bank	2021	€ 12,73	73,45	40%	6%	11%
ING GROEP	Bank	2022	€ 13,27	76,37	32%	5%	9%
ABN AMRO BANK	Bank	2015	€ 16,51	65,72	32%	4%	6%
ABN AMRO BANK	Bank	2016	€ 22,26	65,1	30%	5%	6%
ABN AMRO BANK	Bank	2017	€ 25,33	72,44	41%	5%	8%
ABN AMRO BANK	Bank	2018	€ 20,21	72,51	34%	6%	9%
ABN AMRO BANK	Bank	2019	€ 15,90	66,1	31%	6%	7%
ABN AMRO BANK	Bank	2020	€ 8,42	70,72	5%	5%	15%
ABN AMRO BANK	Bank	2021	€ 13,84	68,2	24%	6%	17%
ABN AMRO BANK	Bank	2022	€ 16,30	68,81	30%	6%	16%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2015	€ 27,42	41,62	13%	13%	5%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2016	€ 29,82	60,07	10%	14%	5%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2017	€ 35,64	59,49	14%	11%	4%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2018	€ 37,25	67,13	9%	11%	4%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2019	€ 36,69	64,63	12%	13%	3%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2020	€ 35,67	74,32	12%	15%	5%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2021	€ 50,68	78,07	19%	14%	3%
NN GROUP	Verzekeringsmaatschappij	2022	€ 40,93	76,89	0%	8%	3%
DEUTSCHE BANK	Bank	2015	€ 14,44	76,73	0%	4%	6%
DEUTSCHE BANK	Bank	2016	€ 16,23	76,97	0%	4%	11%
DEUTSCHE BANK	Bank	2017	€ 13,86	80,37	5%	5%	15%
DEUTSCHE BANK	Bank	2018	€ 7,70	80,49	6%	5%	14%
DEUTSCHE BANK	Bank	2019	€ 8,31	85,97	0%	5%	11%
DEUTSCHE BANK	Bank	2020	€ 8,71	83,73	5%	5%	13%
DEUTSCHE BANK	Bank	2021	€ 11,92	80,51	16%	5%	15%
DEUTSCHE BANK	Bank	2022	€ 11,46	85,77	25%	5%	13%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2015	€ 19,73	82,38	8%	8%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2016	€ 22,60	76,11	9%	9%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2017	€ 25,61	82,23	8%	9%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2018	€ 21,39	85,99	1%	8%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2019	€ 24,48	84,4	5%	10%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2020	€ 21,15	81,2	5%	9%	4%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2021	€ 24,53	79,78	9%	10%	3%
AXA	Verzekeringsmaatschappij	2022	€ 28,71	77,64	9%	7%	4%
UBS GROUP	Bank	2015	€ 15,02	82,62	18%	6%	10%
UBS GROUP	Bank	2016	€ 15,60	91,38	14%	6%	12%
UBS GROUP	Bank	2017	€ 14,14	90,93	18%	6%	10%
UBS GROUP	Bank	2018	€ 14,73	91,17	20%	6%	11%
UBS GROUP	Bank	2019	€ 15,54	90,51	19%	6%	11%
UBS GROUP	Bank	2020	€ 15,47	90,42	25%	5%	14%
UBS GROUP	Bank	2021	€ 16,06	88,62	27%	5%	17%
UBS GROUP	Bank	2022	€ 16,76	87,37	28%	5%	15%
NORDEA BANK	Bank	2015	€ 1,80	65,1	57%	5%	5%
NORDEA BANK	Bank	2016	€ 1,77	65,26	58%	5%	5%
NORDEA BANK	Bank	2017	€ 1,70	64,02	50%	6%	7%
NORDEA BANK	Bank	2018	€ 1,61	74,71	54%	6%	8%
NORDEA BANK	Bank	2019	€ 1,58	66,97	29%	6%	6%
NORDEA BANK	Bank	2020	€ 1,65	70,97	40%	6%	6%
NORDEA BANK	Bank	2021	€ 1,60	75,92	59%	6%	8%
NORDEA BANK	Bank	2022	€ 1,47	75,29	53%	5%	10%
COMMERZBANK	Bank	2015	€ 7,54	62,79	20%	6%	5%
COMMERZBANK	Bank	2016	€ 7,60	69,59	8%	6%	7%
COMMERZBANK	Bank	2017	€ 12,46	73,44	4%	6%	12%
COMMERZBANK	Bank	2018	€ 6,32	69,98	16%	6%	12%
COMMERZBANK	Bank	2019	€ 6,43	70,76	14%	7%	9%
COMMERZBANK	Bank	2020	€ 5,11	76,71	0%	6%	15%
COMMERZBANK	Bank	2021	€ 8,85	76,03	1%	6%	11%

COMMERZBANK	Bank	2022	€	11,50	77,26	20%	6%	16%
DANSKE BANK	Bank	2015	€	25,14	63	17%	5%	2%
DANSKE BANK	Bank	2016	€	25,21	62,56	21%	5%	2%
DANSKE BANK	Bank	2017	€	25,19	69,38	21%	5%	2%
DANSKE BANK	Bank	2018	€	25,14	72,65	28%	5%	1%
DANSKE BANK	Bank	2019	€	25,10	67,87	9%	5%	3%
DANSKE BANK	Bank	2020	€	25,21	72,92	5%	4%	8%
DANSKE BANK	Bank	2021	€	25,21	74,99	9%	4%	7%
DANSKE BANK	Bank	2022	€	25,19	70,19	0%	4%	5%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2015	€	6,70	29,67	2%	9%	1%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2016	€	2,66	34,71	24%	9%	0%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2017	€	3,08	57,35	0%	7%	1%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2018	€	1,74	63,83	43%	6%	1%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2019	€	2,04	68,33	24%	7%	1%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2020	€	2,17	76,28	0%	7%	5%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2021	€	2,99	71,49	16%	7%	15%
Gruppo BANCO BPM	Bank	2022	€	4,30	73,98	23%	9%	7%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2015	€	3,40	22,27	19%	7%	0%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2016	€	3,27	20,73	16%	7%	0%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2017	€	3,22	34,31	24%	6%	0%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2018	€	2,42	37,43	15%	6%	3%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2019	€	2,05	39,67	21%	7%	3%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2020	€	2,31	48,8	17%	6%	9%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2021	€	4,00	52,45	37%	6%	9%
BANCA PPO.DI SONDRIO	Bank	2022	€	4,54	50,18	32%	5%	11%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2015	€	4,94	69,47	0%	6%	2%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2016	€	4,87	66,4	2%	6%	3%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2017	€	5,38	84,39	7%	6%	3%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2018	€	4,31	81,22	3%	6%	2%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2019	€	3,77	82,62	7%	6%	3%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2020	€	3,75	86,77	0%	6%	2%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2021	€	4,96	86,44	6%	6%	1%
AEGON	Verzekeringsmaatschapij	2022	€	5,25	87,98	0%	3%	1%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2015	€	134,05	88,46	24%	39%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2016	€	162,80	86,65	21%	37%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2017	€	190,60	86,03	27%	34%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2018	€	190,14	94,95	30%	34%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2019	€	230,70	94,02	24%	33%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2020	€	195,38	93,62	26%	32%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2021	€	222,50	91,71	28%	32%	0%
ALLIANZ	Verzekeringsmaatschapij	2022	€	216,95	90,15	27%	32%	0%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2015	€	35,00	48,83	9%	11%	2%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2016	€	37,63	37,4	3%	10%	2%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2017	€	41,63	44,53	9%	10%	2%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2018	€	43,00	53,91	11%	11%	3%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2019	€	50,26	64,92	6%	12%	3%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2020	€	46,56	65,63	12%	12%	2%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2021	€	43,58	70,46	9%	13%	2%
AGEAS (EX-FORTIS)	Verzekeringsmaatschapij	2022	€	41,52	75,32	14%	9%	1%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2015	€	3,01	52,67	34%	67%	11%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2016	€	3,28	58,91	61%	67%	13%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2017	€	4,19	65,98	19%	64%	16%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2018	€	3,77	66,67	12%	63%	12%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2019	€	5,26	62,68	79%	66%	3%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2020	€	4,42	62,57	87%	61%	4%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2021	€	5,03	71,28	89%	63%	11%
UNIPOL GRUPPO FINANZIARIO	Bank	2022	€	4,91	80,12	86%	64%	10%