

# 1 | Als zwakke banken goede governance hebben; wat maakt hen dan zo zwak?

*Kees Cools en Joris van Toor*

## 1. Inleiding

In het oog van de storm, in het centrum van de recente financiële crisis, stonden de banken. Zij veroorzaakten de crisis en moesten vervolgens met honderden miljarden aan overheidsgeld worden gered. Dat is in twee zinnen de *communis opinio* over de rol van ‘de’ banken in de crisis. Is dat een juiste kenschets? Nee. Om de eenvoudige reden dat niet alle banken over één kam geschoren kunnen worden. Er waren immers twee categorieën: banken die overheidssteun nodig hadden (zoals RBS of Citigroup) of zelfs failliet gingen (onder meer Fortis/AA of Lehman Brothers) en banken die op eigen kracht de crisis overleefden (zoals de Rabobank of Svenska Handelsbanken). We noemen deze twee groepen in het vervolg van dit artikel de zwakke respectievelijk de sterke banken.

Een voor de hand liggende vraag die, naar ons beste weten, nog niet systematisch is onderzocht is de vraag wat de zwakke banken van de sterke banken onderscheidde. Alleen het antwoord op die vraag kan inzicht bieden in de achterliggende oorzaken van de financiële crisis. Een onderzoek naar ‘de’ banken kan nooit licht werpen op de typische karakteristieken van de zwakke banken versus die van de sterke banken en kan de oorzaak van de crisis niet onthullen. De (eigenschappen van de) sterke banken vervuilen immers een dergelijke analyse.

Zo gezegd, zo gedaan. Voor de Verenigde Staten (V.S.) en Europa zijn we op zoek gegaan naar de eigenschappen waarmee de zwakke banken, de echte boosdoeners onder de banken, zich onderscheidden van de sterke banken. In dit hoofdstuk bespreken we de resultaten voor de Amerikaanse banken. Het onderzoek naar de Europese banken is nog gaande. Een belangrijk voordeel van onderzoek naar Amerikaanse banken is de beschikbaarheid van data. *Alle* grote banken in de V.S. zijn immers beursgenoteerd. Dit in tegenstelling tot de situatie in Europa, waar veel grote banken, zoals de Rabobank en vele Duitse Landesbanken (en in ons land inmiddels ook ABN AMRO en SNS) niet beursgenoteerd zijn. Dat betekent dat voor hen waardecreatie middels aandelenrendementen niet systematisch geanalyseerd kan worden en dat bijvoorbeeld ook geen data beschikbaar zijn over de beloningen van bankbestuurders.

We hebben voor de analyse naar de verschillen tussen beide groepen banken vier soorten variabelen onder de loep genomen: financiële karakteristieken, kwaliteit van de (formele) governance, beloningen van bestuurders, en persoonlijke eigenschappen van de CEO's. In het vervolg van dit hoofdstuk worden de eventuele verschillen tussen beide groepen banken voor elk van deze vier karakteristieken stap voor stap onderzocht.

## 2. Geen sterke banken in de V.S.?

In eerste instantie leek het erop dat er in de V.S. alleen zwakke banken waren. Immers *alle* grote banken bleken steun te hebben gekregen, uit hoofde van het zogenaamde TARP-programma.<sup>1</sup> Bij nadere analyse bleek dat acht van de grootste banken steun hadden gekregen tegen wil en dank. De Amerikaanse overheid heeft hen de facto gedwongen TARP steun te accepteren. Niet alleen werd deze acht banken overheidssteun opgedrongen, ook waren het precies deze acht banken die de SCAP banken stress test doorstonden in 2009.<sup>2</sup> Op de derde plaats waren het dezelfde acht banken die de ontvangen TARP-steun onmiddellijk terugbetaalden vanaf het moment dat de overheid dat toestond. Op die manier hebben wij bepaald welke de sterke banken tijdens de financiële crisis in de V.S. waren.

De banken die de stresstest niet doorstonden, failliet waren gegaan of wegens financiële problemen waren overgenomen vormen onze groep van zwakke banken. Omdat de groep van zwakke banken groter was dan de groep van sterke banken hebben we als vergelijkingsgroep de acht grootste zwakke banken geselecteerd om een zo groot mogelijke dekking van de Amerikaanse bankensector te hebben. Het balanstotaal van deze zestien banken bedroeg eind 2006 \$ 9600 miljard en vormde daarmee op dat moment 64% van het balanstotaal van alle Amerikaanse banken tezamen. In totaal ontvingen zij \$ 172 miljard aan kapitaalsteun van de overheid.<sup>3</sup>

Tabel 1 laat zien welke de acht sterke en de acht zwakke banken zijn, of het een investment bank of commerciële bank is en hun balanstotalen ultimo 2006.

---

1 TARP is het Troubled Assets Relief Program dat na de val van Lehman Brothers ter ondersteuning van de financiële instellingen op 3 oktober 2008 door de Amerikaanse president werd bekrachtigd.

2 Het Supervisory Capital Assessment Program (SCAP) was een stresstest die in 2009 werd uitgevoerd door het Federal Reserve System om vast te stellen of de zeventien grootste Amerikaanse banken voldoende eigen vermogen hadden.

3 Een overzicht van de kapitaalsteun per bank is te vinden op <http://projects.propublica.org/bailout/list>.

**Tabel 1: Acht sterke en acht zwakke banken in de steekproef**

	Zwakke banken		Sterke banken		
	Assets 2006 (\$ mld.)	Type bank Commercieel/ Investment	Assets 2006 (\$ mld.)	Type bank Commercieel/ Investment	
<b>Citigroup</b>	1.884	Commercieel	<b>JP Morgan Chase</b>	1.352	Commercieel
<b>Bank of America</b>	1.460	Commercieel	<b>Goldman Sachs</b>	838	Investment
<b>Merrill Lynch</b>	841	Investment	<b>US Bancorp</b>	219	Commercieel
<b>Wachovia</b>	707	Commercieel	<b>Capital One</b>	150	Commercieel
<b>Lehman Brothers</b>	504	Investment	<b>American Express</b>	128	Commercieel
<b>Wells Fargo</b>	482	Commercieel	<b>BB&amp;T</b>	121	Commercieel
<b>Bear Stearns</b>	350	Investment	<b>State Street</b>	107	Commercieel
<b>Washington Mutual</b>	346	Commercieel	<b>BNY Mellon</b>	103	Commercieel

Voor een zuivere verschillenanalyse zou het onderzoek zich idealiter uitsluitend richten op investment banken of uitsluitend op commerciële banken, of een gelijk aantal in beide groepen. De werkelijkheid is echter iets anders, zoals Tabel 1 laat zien. In het vervolg van dit artikel wordt voor elk van de onderzochte variabelen aangegeven of beide groepen banken verschillend scoren en of de verschillen statistisch significant zijn. Beide groepen banken zijn onderzocht van 2002 tot en met 2006, het laatste jaar voor de financiële crisis. De aandelenkoersen van beide groepen banken bereikten hun hoogtepunt in februari 2007.

### 3. Omvang en financiële karakteristieken

Een van de meest besproken eigenschappen van falende banken is omvang. ‘Hoe groter een bank des te groter de risico’s’, luidt een veelgehoorde stelling. De achterliggende idee is dat met een toenemende omvang van een bank, de interne agency-problemen toenemen, de complexiteit en de intransparantie groter worden en daarmee ook de onbestuurbaarheid alsmaar toeneemt. Onze analyses ondersteunen die stelling. De grootste zwakke banken waren, afgemeten aan het balanstotaal, gemiddeld over de jaren 2002-2006 ruim twee keer zo groot als de grootste sterke banken.<sup>4</sup> Om precies te zijn was het balanstotaal van de zwakke banken 2,13 keer groter dan dat van de sterke banken. Dit wijst er sterk op dat onbestuurbaarheid van

<sup>4</sup> Het balanstotaal van een bank wordt mede bepaald door de mate van securitisatie en *shadow banking*. Achteraf is gebleken dat juist de zwakke banken meer gebruikmaakten van securitisatie en verschillende vormen van *shadow banking* dan de sterke banken. Dat betekent dat in werkelijkheid het verschil in balanstotaal (on- plus off-balance) tussen de zwakke en sterke banken nog groter was dan 113%.

banken toeneemt met omvang. Een verschil in omvang van ruim factor twee is erg veel en is voor alle vijf onderzochte jaren statistisch significant op 1% niveau bovendien.

Twee andere door economen, politici en toezichhouders veel besproken karakteristieken van falende banken zijn solvabiliteit en rentabiliteit. Hoe lager de solvabiliteit des te groter de kans op financiële problemen van een onderneming. Dat geldt voor industriële en handelsondernemingen, en eveneens voor banken. Modigliani en Miller hebben ons al in 1958 geleerd dat vanwege het financiële hefboomeffect de kans op insolventie lineair toeneemt bij een afnemende verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen.<sup>5</sup> Maar met het (insolventie)risico neemt ook het verwachte rendement voor aandeelhouders lineair toe, alsmede het boekhoudkundige rendement op eigen vermogen. Dat creëert een prikkel voor aandeelhouders en bestuurders van banken om te streven naar een lage solvabiliteit. Het insolventierisico is, als puntje bij paaltje komt, bij grote banken voor rekening van de samenleving, maar de *upside* is voor de aandeelhouders en het management. Het management profiteert omdat het rendement op eigen vermogen vaak als prestatie indicator is opgenomen in de bonuscontracten van bankbestuurders (zie o.a. Admati & Hellwig, 2013)<sup>6</sup> en omdat zij vaak aandelen en/of opties als lange termijn bonus ontvangen.

De solvabiliteit van de sterke banken bleek inderdaad hoger dan die van de zwakke banken. De gemiddelde leverage ratio (vreemd genoeg bij banken doorgaans uitgedrukt als eigen vermogen/balanstotaal) was voor de sterke banken in de periode 2002-2006 gemiddeld 32% hoger dan die van de zwakke banken. De leverage ratio bedroeg over deze periode gemiddeld 9,0% voor de sterke en 6,8% voor de zwakke banken.<sup>7</sup> Op 10% niveau is het verschil in 2003-2006 statistisch significant. Een andere indicatie dat de zwakke banken bewust meer risico liepen was het feit dat zij hun bezittingen met 46% schuld (exclusief spaargeld) gefinancierd hadden, versus 31% bij de sterke banken. De zwakke banken waren dus voor een kleiner deel gefinancierd met spaargelden dan de sterke banken.

Interessant in dat verband is ook dat de sterke banken ervoor gezorgd hebben dat over die vijf jaren de solvabiliteit (de leverage ratio) met 14% toenam (van 8,3% in

5 F. Modigliani en M.H. Miller (1958), *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, 48(3), p. 261-297.

6 Admati, A. en M. Hellwig (2013), *The bankers' new clothes; what's wrong with banking and what to do about it*, Princeton University Press.

7 Voor Europese begrippen lijken dit hoge cijfers. Een belangrijke verklaring hiervoor is het verschil tussen de Amerikaanse GAAP en de Europese IFRS boekhoudregels. Onder GAAP mag een groot deel van de korte schulden worden afgetrokken van de activa, resulterend in een lager balanstotaal. Anat Admati en Martin Hellwig geven in hun boek *The bankers' new clothes* uit 2013 het voorbeeld van JP Morgan Chase. Ultimo 2011 stond op de balans een korte schuld van \$ 698 miljard, terwijl deze onder IFRS \$ 2490 miljard zou bedragen. Een verschil van 260%. Het balanstotaal van JP Morgan Chase in 2011 bedroeg onder GAAP \$ 2270 miljard, versus \$ 4060 miljard onder IFRS. Een verschil van bijna 80%. Als deze verhoudingen representatief zouden zijn voor de gemiddelde verschillen tussen GAAP en IFRS, dan zouden onder IFRS de leverage ratio's van de sterke en de zwakke banken 5,1% respectievelijk 3,8% bedragen, in plaats van 9,0% respectievelijk 6,8%.

2002 naar 9,5% in 2006), terwijl die van de zwakke banken vrijwel constant bleef (van 6,8% in 2002 naar 7,0% in 2006). De zwakke banken zagen er blijkbaar geen been in dat hun leverage ratio zo laag was en gebruikten de hoge winsten uit die periode niet om hun solvabiliteit te versterken. Zij onderschatten de risico's en/of liepen bewust het *too big to fail moral hazard*-risico.

Dan de rentabiliteit van de banken. De leverage ratio van de sterke banken was, zoals gezegd, niet alleen hoger dan die van de zwakke, maar deze nam ook nog eens gestaag toe in de aanloop naar de crisis. Dat doet vermoeden dat de winstgevendheid van de sterke banken relatief hoog was. Inderdaad, de sterke banken waren aanzienlijk winstgevender dan de zwakke banken. Het gemiddelde rendement op totaal vermogen van de sterke banken was voor de periode 2002-2006 1,6%, versus 1,1% voor de zwakke banken. Een verschil van 40%. Bovendien nam de winstgevendheid van de sterke banken over die periode toe van 1,4% in 2002 tot 1,9% in 2006, terwijl de winstgevendheid van de zwakke banken vrijwel constant bleef. In 2006 was het verschil in winstgevendheid tussen beide groepen banken opgelopen tot 58%. De sterke banken waren aanzienlijk winstgevender, en dat ook nog eens in steeds toenemende mate. Dat is opmerkelijk omdat de zwakke banken, zoals we pas later leerden, riskantere financiële producten en constructies (*shadow banking*, *foot loose*-securitisatie, intransparante CDS's, CDO's, etc.) hanteerden, waarvan men zou verwachten dat met dat hogere risico ook een hoger rendement gepaard gaat (tot het misgaat). Hoe het mogelijk is dat, ondanks de grotere risico's, de zwakke banken minder winstgevend waren voorafgaand aan de crisis dan de sterke banken, is niet geheel duidelijk. Een reden zou kunnen zijn dat de sterke banken ook in vele opzichten echt beter waren. Dan kan worden gedacht aan zaken als betere strategie, betere executie, betere en meer winstgevendende producten, lagere kosten, beter risicomanagement, gemotiveerdere mensen en/of een meer integere bedrijfscultuur.

Wat betekende dit voor het rendement op eigen vermogen, een ratio waar veel analisten en bankbestuurders zelf naar kijken? Het rendement op eigen vermogen voor beide groepen banken was, met uitzondering van 2006, vrijwel identiek. De reden daarvoor was niet dat de onderliggende winstgevendheid van beide groepen even hoog was, maar dat de 40% lagere winstgevendheid van de zwakke banken gecompenseerd werd door een 32% lagere leverage ratio. Beide groepen banken hadden ogenschijnlijk een vergelijkbaar rendement, althans in termen van rendement op eigen vermogen, maar de zwakke banken hadden een groter onderliggend risico voor aandeelhouders vanwege een grotere financiële hefboom, ter compensatie van een lagere operationele rentabiliteit.

Ten slotte, hoe waardeerde de markt beide groepen banken? Over de periode 2002-2006 was de koers/winstverhouding van de sterke banken gemiddeld 16, versus 12 voor de zwakke banken. Aangezien het rendement op eigen vermogen voor beide

groepen vrijwel gelijk was zou dat kunnen betekenen dat de groeiverwachtingen van de sterke banken relatief hoog waren. Dat was echter niet het geval, met 15% (sterke banken) en 16% (zwakke banken) was de gemiddelde jaarlijkse groei van het balanstotaal voor beide groepen vrijwel gelijk. Het is nauwelijks voorstelbaar dat financiële markten jaar in jaar uit een hogere groei verwachtten voor de sterke banken, terwijl die in werkelijkheid alsmaar uitbleef. Een mogelijke verklaring zou kunnen zijn het hogere (financierings)risico van de zwakke banken bij een lagere onderliggende rentabiliteit, of anders gezegd, een vrijwel gelijk rendement op eigen vermogen met een hoger (financierings)risico.

#### 4. Governance als illusie

De reactie op de financiële crisis was dezelfde Pavlov-reactie als bij elke ramp of ongeluk: meer en strengere wetten en regels, meer en strenger toezicht (bijv. Basel III, Solvency II, de Nederlandse Code Banken). Terwijl tegelijkertijd het grote Zwarte Pieten Spel professioneel gespeeld werd: goed om je heen kijken wie je de schuld kunt geven (bijv. politici geven iedereen de schuld (m.n. bankiers, toezichthouders, rating agencies), banken verwijten de toezichthouders, toezichthouders verwijten rating agencies, etc., burgers verwijten bankiers, politici en toezichthouders) en als je dan niet in de spiegel kijkt kun je in ieder geval nooit jezelf als boosdoener aanwijzen. Een cruciale aanname bij zo'n Pavlov-reactie is dat een gebrek aan adequate regels en toezicht ook werkelijk de oorzaak van de crisis was. Als we maar meer regels hadden gehad, beter toezicht en vooral betere (formele) governance, dan was ons deze ellende bespaard gebleven, zou de achterliggende gedachte van zo'n tsunami aan regelgeving en control moeten zijn. En die Zwarte Piet, die was natuurlijk snel gevonden: 'de' banken en ook 'de' bankiers. Met in hun kielzog de *rating agencies* en toezichthouders.

Over 'de' banken als Zwarte Piet kunnen we kort zijn. Er waren immers sterke en zwakke banken. Het is unfair en voor politici en volksvertegenwoordigers ook onverantwoord om banken en bankiers die op eigen kracht wel de (door anderen veroorzaakte) crisis hebben doorstaan de Zwarte Piet toe te spelen. En dan de (formele) corporate governance, was dat de grote boosdoener? Was de kwaliteit van de formele governance van de zwakke banken inderdaad zo slecht dat zij daardoor in grote problemen geraakten en nog veel grotere economische en maatschappelijke problemen bij anderen veroorzaakten? Mocht dat het geval zijn geweest dan was de Pavlov-reactie wellicht terecht. Maar dan nog was een prealabele analyse wel zo netjes geweest, alvorens hard in te grijpen.

##### 4.1 GIM-Index

Wat vertellen de data ons? De bekendste en meest gebruikte maatstaf in de economische literatuur om de kwaliteit van governance te meten is de zogenaamde

GIM-index. De GIM-index is ontwikkeld door Gompers, Ishii en Metrick.<sup>8</sup> De index meet de machtsverhouding tussen aandeelhouders en management. Een hoge score geeft aan dat het management veel rechten heeft, en omgekeerd. Bedrijven met de 10% hoogste scores belanden in de *'Dictator portfolio'*, daar heeft het management de meeste macht. Ondernemingen met de 10% laagste scores belanden in de *'Democracy portfolio'*, daar heeft het management de minste macht en zijn aandeelhouders het sterkst.

Als politici en toezichthouders gelijk hadden met hun Pavlov-reactie dan hadden de zwakke banken hoge GIM-scores. Het management had (te) veel macht en er waren nauwelijks *checks and balances*, aandeelhouders hadden nauwelijks enig grip op het doen en laten van de bestuurders. Wat blijkt? Het tegendeel. In elk van de jaren 1995-2006 was de gemiddelde GIM-index van de sterke banken hoger dan die van de zwakke banken. De gemiddelde GIM-index was 9,7 voor de sterke en 9,4 voor de zwakke banken. De verschillen zijn overigens niet statistisch significant op 5% niveau.

Het management van de sterke banken had gemiddeld genomen iets meer zeggenschap en macht dan hun collega's van de zwakke banken, maar ze hebben hun macht blijkbaar niet misbruikt. Ze hebben geen onverantwoorde risico's genomen. Sterker nog, hun banken hebben de grootste financiële c.q. bancaire crisis sinds 1929 op eigen kracht weten te doorstaan.

#### 4.2 *CEO en Chairman*

Er is nog een andere governance karakteristiek die de kern raakt van goed ondernemingsbestuur, die aangeeft of er sprake is van persoonlijk machtsevenwicht voor de hoogste baas, de CEO. Dat is de vraag of de CEO en – in Nederlandse verhoudingen – de voorzitter van de raad van commissarissen één en dezelfde persoon zijn, of dat beide functies in handen van twee verschillende personen zijn. In Nederland hebben vrijwel alle ondernemingen – en in ieder geval alle banken – een zogenaamd *two tier* corporate governance-systeem. Dat wil zeggen dat de executieven en de (interne) toezichthouders verdeeld zijn over twee eigenstandige organen: de raad van bestuur en de raad van commissarissen. De voorzitter van de raad van bestuur is, zoals dat tegenwoordig heet, de CEO en de voorzitter van de raad van commissarissen is de voorzitter van de raad van commissarissen. De V.S. kent een *one tier*-systeem van corporate governance; executieven en toezichthouders zitten gezamenlijk in één orgaan, de *board*. De *board* kent *executives* en *non-executives*, vergelijkbaar met bestuurders en commissarissen, en de voorzitter is de

<sup>8</sup> P.A. Gompers, J.L. Ishii en A. Metrick (2003), Corporate governance and equity prices, *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), p. 107-155.

*Chairman*. De voorzitter van de *executives* is de CEO, de naam zegt het al, de *chief executive officer*. Van alle executives zijn vaak alleen de CEO en de CFO (*chief financial officer*) ook lid van de *board*. In de V.S. viel de rol van CEO en Chairman in 2008 nog bij 64% van de S&P 500 bedrijven samen.<sup>9</sup> Kort door de bocht zou men kunnen zeggen dat de CEO dan toezicht houdt op zichzelf, in zijn rol als *Chairman*.<sup>10</sup>

Onafhankelijkheid is de belangrijkste eigenschap van een toezichthouder of commissaris, naast deskundigheid. Het is lastig aan te geven wanneer een toezichthouder werkelijk onafhankelijk is, onafhankelijk van geest. Het kan daarentegen erg eenvoudig zijn om vast te stellen wanneer een toezichthouder *niet* onafhankelijk is, namelijk wanneer hij of zij toezicht moet houden op zichzelf, zoals het geval is bij de gecombineerde rol van CEO en *Chairman*. Wat blijkt? Bij *alle* sterke banken is in *elk* van de jaren 2002-2006 de CEO tevens de *Chairman*. Vaker is onmogelijk. Dat is op zich al zeer opmerkelijk, aangezien dat voor alle beursfondsen in de V.S. slechts bij 64% van hen het geval is. Bij de zwakke banken is de score iets lager, maar niet veel lager. In drie van de vijf jaren 2002-2006 was bij één zwakke bank de CEO niet tevens de *Chairman*. Evenals bij de GIM-scores zien we ook hier dat de governance kwaliteit van de zwakke banken niet slechter was dan die van de sterke banken, in tegendeel zelfs.<sup>11</sup>

## 5. Gedrag geeft de doorslag

Blijkbaar was het niet slecht gesteld met de formele governance van de zwakke banken, althans zeker niet slechter dan bij de sterke banken. Politici en andere beleidsmakers zouden zich daarom achter de oren moeten krabben.

Maar als ‘het systeem’, een lage kwaliteit van de formele governance van banken, niet de oorzaak van de financiële crisis was, wat dan wel? We zagen eerder dat de solvabiliteit van de zwakke banken relatief laag was en dat ook hun rentabiliteit te wensen over liet en we weten achteraf dat zij te veel risico’s hebben genomen. Maar dat kwam niet doordat hun aandeelhouders relatief weinig in de melk te brokkelen hadden en ook niet doordat zij geen onafhankelijke *Chairman* hadden, beide waren bij de sterke banken nog minder het geval. Waar dan wel te zoeken?

In essentie wordt het reilen en zeilen van elke organisatie bepaald door twee factoren: ‘het systeem’ en ‘het gedrag’. Het systeem heeft in eerste instantie betrekking op de formele zeggenschapsverhoudingen en onafhankelijkheid van het toezicht, maar ook op geldende interne en externe spelregels, rolverdeling en/of processen. Gedrag heeft

<sup>9</sup> S. Davis (2009), *Chairing the Board; The Case for Independent Leadership in Corporate North America*, Milstein Center for Corporate Governance and Performance, Yale School of Management.

<sup>10</sup> In het Verenigd Koninkrijk kent men ook het *one tier*-systeem, maar inmiddels zijn de rollen van CEO en *Chairman* daar bij alle beursgenoteerde ondernemingen strikt gescheiden; de CEO kan niet tevens *Chairman* zijn.

<sup>11</sup> Naast de macht van het management vis-à-vis de aandeelhouders en de onafhankelijkheid van de *Chairman*, zijn er nog andere formele governance kenmerken, zoals de samenstelling van de Board.



zowel betrekking op het individu (persoonlijkheid, individuele drijfveren, *looking good*, appreciatie, empathie, integriteit, etc.) als op groepen binnen de onderneming (groepsdynamiek, *groupthink*, cultuur, aard van het debat, hiërarchie, loyaliteit, etc.). Deze factoren beïnvloeden ieder afzonderlijk het functioneren van een CEO, van ‘zijn’ bestuur en van de *board*, en zijn ook van invloed op elkaar. Aangezien de belangrijkste kenmerken van ‘het systeem’ (zeggenschapsverhoudingen en onafhankelijkheid van toezicht) niet ten grondslag lagen aan het aberratieve gedrag van de zwakke banken gaan we nu op zoek naar gedragsaspecten van (het bestuur van) die ondernemingen. Daarbij maken we een onderscheid tussen extrinsieke en intrinsieke gedragsaspecten. Extrinsieke motivatoren zijn extrinsieke prikkels die bepalend zijn voor het gedrag en de drijfveren van bestuurders. De meest besproken extrinsieke prikkels zijn monetaire prikkels, in het bijzonder de variabele beloning van bestuurders, hun bonussen.

### 5.1 *Prestatiebeloning, vragen om moeilijkheden*

Economie is de prikkelwetenschap bij uitstek. Economen geloven doorgaans dat mensen gevoelig zijn voor prikkels, in het bijzonder financiële prikkels. Sterker nog, zij gaan ervan uit en trachten keer op keer aan te tonen, dat de meeste menselijke gedragingen verklaarbaar zijn uit financiële prikkels. Het huwelijk, (de kwaliteit van) onderwijs of kinderopvang, productiviteit, baankeuze of het aantal gewenste kinderen zouden alle te herleiden zijn tot de actuele en verwachte monetaire revenuen. De bekendste en tegenwoordig meest besproken financiële prikkels zijn bonussen van (bank)bestuurders. Eén vraag daarbij is of de hoogte fair en redelijk is, een andere vraag is welke perverse of productieve prikkels van de variabele beloning van topbestuurders uit zouden kunnen gaan. Er is veel onderzoek gedaan naar optimale beloningscontracten en de perverse effecten van slechte vormen van prestatiebeloning voor topbestuurders. Meestal met als resultaat dat bij topbestuurders geen of nauwelijks een relatie bestaat tussen variabele beloning en prestaties.<sup>12</sup> Terwijl dat juist de bedoeling is. Prestatiebeloning, loon naar werken, is bedoeld om bestuurders ertoe aan te zetten harder te gaan werken. Men heeft weinig vertrouwen in het eigen management, het vaste salaris zou onvoldoende prikkel zijn om de afgesproken prestaties te leveren, is de achterliggende gedachte van prestatiebeloning. Of, zoals Cools (2005) het formuleerde in zijn studie naar de oorzaken van de 25 grootste boekhoudschandalen van rond de eeuwwisseling: prestatiebeloning is bedoeld om mensen harder te laten lopen in de goede richting; in werkelijkheid zorgt het ervoor dat mensen te hard gaan lopen (gaming, fraude, etc.) in de verkeerde richting (korte termijn gericht, geen oog voor kwaliteit, risico’s, samenwerken of cohesie).<sup>13</sup> Zou de variabele beloning

<sup>12</sup> Zie onder andere het boek van L.A. Bebchuck en J.M. Fried (2004), *Pay without performance*, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press.

<sup>13</sup> K. Cools (2005), *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, Assen, Koninklijke Van Gorcum.

differentiëren tussen de sterke en de zwakke banken, zou dat een gedeeltelijke verklaring van hun gedrag kunnen bieden?

De verschillen zijn groot, zoals te zien is in Tabel 2.

**Tabel 2: Gemiddelde jaarlijkse beloning (in \$ miljoen) over de periode 2002-2006 voor de CEO's van de zwakke en sterke banken**

	Zwakke banken	Sterke banken
Salaris	0,9	0,8
Bonus	8,1	4,3
Langetermijnbeloning	16,6	12,5
Totaal	25,6	17,6

De jaarlijkse cashbonus van de CEO's van de zwakke banken was voor de jaren 2002-2006 gemiddeld bijna twee keer zo hoog als die van hun collega's van de sterke banken. Gemiddeld over die vijf jaar was de cashbonus van de CEO's van de zwakke banken 90% hoger dan die van hun collega's van de sterke banken: gemiddeld \$ 8,1 miljoen jaarbonus voor de zwakke versus \$ 4,3 miljoen voor de CEO's van de sterke banken. Een mogelijke oorzaak van de hogere bonussen van de CEO's van de zwakke banken zou kunnen zijn dat die banken ruim twee keer zo groot zijn als de sterke banken. Bedrijfsomvang en vast salaris zijn immers doorgaans sterk positief gecorreleerd. Dat blijkt echter niet de oorzaak van de extreem hogere bonussen. Over die vijf jaren is het gemiddelde vaste jaarsalaris bij de zwakke banken slechts 8% hoger dan bij de sterke banken, \$ 893 duizend vast salaris voor de CEO's van de zwakke banken versus \$ 817 duizend voor die van de sterke banken.

Aan het vaststellen van het beloningscontract van bestuurders van grote ondernemingen, en dus ook van grote banken, wordt veel aandacht en tijd besteed. Referentiegroepen, prestatie-indicatoren, afwegingen tussen korte en lange termijn, individuele versus groepsprestaties, etc. worden zorgvuldig vastgesteld. Vaak wordt onderhandeld over procenten. Verschillen van tientallen procenten zijn daarom hoogstwaarschijnlijk geen toeval, maar de resultante van bewust (belonings)beleid. 90% verschil is vrijwel zeker de reflectie van een *board* die haar CEO en andere bestuurders een prikkel wil geven om, veel sterker dan de sterke banken, korte termijn financiële resultaten te maximaliseren. De factor risico kwam in de beloningscontracten niet voor, geen van de prestatie-indicatoren had daar betrekking op. Dat versterkt de focus op kortetermijnprestaties. Negatieve langetermijnimplicaties van het nemen van (te) hoge risico's (zoals de eerdergenoemde 32% hogere leverage) wogen bij de zwakke banken aanzienlijk minder zwaar dan bij de sterke banken. En omdat de vaste salarissen van de CEO's tussen beide groepen slechts 8% verschilden, zoals we eerder zagen, is het bonusverschil van 90% niet een reflectie van de 113% grotere omvang van de zwakke banken, maar van een

bewuste keuze voor het stimuleren, via de cashbonussen, van het nemen van risico's en het behalen van korte termijn gewin.

Niet alleen waren de bonussen bij de zwakke banken erg hoog in vergelijking met de sterke banken. Ook waren zij heel hoog ten opzichte van het vaste inkomen en erg hoog in absolute zin. De cash bonus van de CEO's van de zwakke banken was zo'n tien keer groter dan hun vaste inkomen en bij de sterke banken was dat een factor vijf. Ter vergelijking, in de aanloop naar de crisis was die verhouding voor Nederlandse beursfondsen niet 1:10 maar 1:1; de jaarlijkse bonus was doorgaans gelijk aan het jaarsalaris. Dat betekent dat de financiële prikkel voor de CEO's van de Amerikaanse zwakke banken, in zekere zin, tien keer zo groot was als voor doorsnee Nederlandse AEX CEO's, en twee keer zo groot als bij CEO's van de sterke banken. Dat zijn extreme verhoudingen, extreme 'prikkel-beloningscontracten'. Het vaste inkomen bedraagt zo'n 10% van het totale cash jaarlijkse inkomen; vrijwel het gehele inkomen is variabel, het wordt bepaald door de 'prestaties' van dat ene jaar.

Naast vast salaris en jaarlijkse cashbonus hebben beloningscontracten nog een derde component, de lange termijn opties en -aandelen. Ook die component is bij de zwakke banken aanmerkelijk hoger dan bij de sterke banken, maar minder pregnant dan bij de bonussen. De waarde van de jaarlijkse lange termijn beloning is voor de CEO's van de zwakke banken 33% hoger dan voor hun collega's van de sterke banken. De interpretatie van dit verschil is lastiger dan bij de bonusverschillen. De waarde van de jaarlijkse lange termijn variabele beloning wordt immers voor een belangrijk deel bepaald door het aandelenrendement van de bank. En dat aandelenrendement was voor de zwakke banken in de aanloop naar de crisis aanzienlijk hoger dan voor de sterke banken, zoals we verderop in meer detail zullen zien. Daarom is ook het 33% lange termijn beloningsverschil grotendeels toe schrijven aan de relatief sterke koersontwikkeling van de zwakke banken. Wel kunnen we constateren dat \$ 16,6 miljoen en \$ 12,5 miljoen voor de CEO's van respectievelijk de zwakke en de sterke banken een forse financiële prikkel is.

## **5.2 *Narcistische leiders***

Zijn er naast de sterke financiële prikkels nog andere facetten die het gedrag van de CEO's van de zwakke banken zouden kunnen verklaren? De psychologie en psychiatrie leren ons dat ook persoonskenmerken zeer bepalend kunnen zijn voor menselijk gedrag. De meeste mensen hebben zo hun eigenaardigheden, als echter gedragingen te extreem en hinderlijk worden en dermate egocentrisch dat de omgeving er last van heeft, dan kan er sprake zijn van een persoonlijkheidsstoornis. Het zijn verstoringen in de identiteit en het zelfgevoel die leiden tot een star patroon van gedachten, gevoelens en gedragingen. Volgens sommige studies is zo'n 10% van de bevolking behept met een persoonlijkheidsstoornis. Het internationaal gehanteerde classificatiesysteem DSM-IV onderscheidt elf persoonlijkheidsstoornis-

nissen, waaronder narcisme, ofwel eigenliefde.<sup>14</sup> Volgens DSM-IV is bij narcisme sprake van een patroon van zelfbewondering, zichzelf geweldig vinden, groothedfantasiën, maar tevens de sterke behoefte om bewonderd te worden en tegelijkertijd een gebrek aan inlevingsvermogen in anderen. Dat zou beginnen in de adolescentie en persisteren in de volwassenheid. Bij deze vorm van openlijk narcisme is men zich ook weinig bewust van de impact van het eigen gedrag op andere mensen en vrijwel ongevoelig voor kritiek. Velen blijken veel persoonlijke charme te bezitten maar hebben grote moeite om een goede relatie te onderhouden. Relaties worden beëindigd als de partner meer eigen wensen en behoeften kenbaar maakt en eisen gaat stellen. Er bestaat gezond narcisme en ongezond narcisme. Het punt op het continuüm waar gezonde zelfliefde overgaat in ongezonde zelfliefde is niet altijd eenvoudig aan te duiden.

Manfred Kets de Vries stelt dat men narcistische persoonlijkheden geregeld tegenkomt op hoge posities in bedrijven.<sup>15</sup> *'Het valt ook te verwachten dat veel narcistische mensen, met hun behoefte aan macht, prestige en glamour, uiteindelijk in leiderschapsposities terecht zullen komen. Hun gevoel voor drama, hun vermogen anderen te manipuleren, hun talent voor het aangaan van snelle, oppervlakkige relaties, komen hun goed van pas in het organisatieleven. Ze kunnen geweldig succesvol zijn op terreinen waarop ze hun behoefte aan grootsheid, roem en macht kunnen bevredigen. Een beperkte dosis eigenliefde is ook bevorderlijk voor het functioneren in een organisatie'*, aldus Kets de Vries in *Leiders, narren en bedriegers*.<sup>16</sup> Verderop echter schrijft hij dat leiders die door excessief narcisme gedreven worden vaak geen enkel besef van de gerechtvaardigde behoeften van hun ondergeschikten hebben en misbruik maken van hun loyaliteit. Zij buiten hun mensen uit, zijn gevoelloos, overambitieuze, vinden het nodig anderen te kleineren, waarbij de onderworpenheid leidt tot passieve afhankelijkheid en waarbij zij zodoende hun kritische rol verliezen.

Heeft narcisme een rol gespeeld bij het falen van de zwakke banken? Een onderzoeksprobleem met narcisme is dat het niet heel eenvoudig op afstand objectief is vast te stellen. In de economische literatuur wordt een aantal indicatoren gehanteerd om narcisme te meten, zoals de grootte van de foto van de CEO in het jaarverslag, de beloning van de CEO ten opzichte van de overige leden van de raad van bestuur, de oppervlakte van het perceel van zijn eigen woning en de frequentie van de woorden 'ik' en 'mijn' ten opzichte van 'wij' en 'ons' in interviews. Wij hebben narcisme gemeten door te tellen hoe vaak een CEO wordt geciteerd, als

14 DSM is de afkorting van Diagnostic and Statistical Manual of Medical Disorders en wordt ontwikkeld onder verantwoordelijkheid van de American Psychiatric Association. De vierde editie (DSM-IV) verscheen in 1994 en in 2001 verscheen een tekstrevisie (DSM-IV-TR). In 2013 verscheen DSM-V, maar tegen die versie is veel verzet, met name omdat een aantal volstrekt normale gemoedstoestanden nu als stoornissen wordt geëtiketteerd.

15 Psychoanalyticus, econoom en hoogleraar leiderschapsontwikkeling aan de business school INSEAD.

16 M.F.R. Kets de Vries (2003), *Leiders, narren en bedriegers*, Schiedam: Scriptum.

persoon, in zakelijke c.q. financiële media. Voor de jaren 2004-2006 hebben we in alle edities van de *Wall Street Journal* en de *Financial Times* geteld hoe vaak de CEO's van de sterke en zwakke banken worden genoemd.

De scores voor de CEO's van de sterke en zwakke banken verschillen aanzienlijk, zie Tabel 3 voor een overzicht.

**Tabel 3: Aantal keer dat CEO's van zwakke en sterke banken in *Financial Times* en *Wall Street Journal* worden genoemd, gemiddeld over de periode 2004-2006**

	Zwakke banken	Sterke banken
Financial Times	33	19
Wall Street Journal	48	23

Over die periode van drie jaar worden de CEO's van de zwakke banken in de *Financial Times* gemiddeld 73% vaker genoemd dan hun collega's van de sterke banken; gemiddeld 33 keer per jaar versus 19 keer per jaar. Voor de *Wall Street Journal* zijn de verschillen nog groter. Daar worden de CEO's van de zwakke banken 48 keer per jaar genoemd, versus jaarlijks 23 keer voor hun 'sterke' collega's. Een verschil van 111%. Deze cijfers suggereren sterk dat relatief sterk narcistisch gedrag van de CEO's van de zwakke banken een relevante factor was bij het stranden van de zwakke banken. Zij plaatsten zichzelf meer in het centrum van de belangstelling dan hun collega's, het ging hen meer om henzelf dan om de bank die zij geacht werden te dienen. Artikelen waarin de individuele CEO's worden beschreven bevestigen sterk de narcistische trekken van de falende CEO's. Een beeld van zonnekoningen komt naar voren, personen die zichzelf als het epicentrum van de wereld zien, met een grote mate van ijdelheid, geldingsdrang en ambitie, een sterk gevoel voor drama en van kritiek niet erg gediend. Tegelijkertijd lijken zij erg charismatisch, waardoor ze in staat zijn grote groepen medewerkers en buitenstaanders te winnen voor hun ideeën en doelstellingen.

Een van de hierboven genoemde kenmerken van narcisme is het kunnen aangaan van slechts oppervlakkige, relatief kortstondige relaties. Om vast te kunnen stellen of dat ook een onderscheidende eigenschap is van beide groepen CEO's zijn we nagegaan hoeveel CEO's gescheiden zijn van hun eerste echtgenote. Voor zover we konden nagaan zijn drie van de negen<sup>17</sup> CEO's van de zwakke banken gescheiden, terwijl geen van de CEO's van de sterke ooit gescheiden zijn.<sup>18</sup> Ook deze analyse

<sup>17</sup> Negen in plaats van acht omdat in de periode die wij bekijken 2003-2006 Citigroup is gewisseld van CEO.

<sup>18</sup> Of deze CEO's hertrouwd zijn met, wat de Amerikanen noemen een *trophy wife*, hebben we helaas (nog) niet kunnen vaststellen. *Trophy wives* zijn tweede of latere echtgenotes die aanzienlijk jonger zijn dan de man, laag opgeleid en een voor mannen aantrekkelijk uiterlijk hebben. Zij zijn een ware trofee voor de CEO, waar hij mee kan pronken en die naar hem opkijkt en niet kritisch is.

ondersteunt het beeld dat narcisme, en de gedragingen die daarmee gepaard gaan, een relatief sterkere eigenschap is van de CEO's van de zwakke banken.

### 5.3 *Lage afkomst als risicofactor*

Ten slotte hebben we gekeken naar een ogenschijnlijk heel ander persoonskenmerk, het sociaaleconomisch milieu waar de CEO uit voortkomt. Sommige psychologische theorieën stellen dat een relatief laag sociaaleconomisch milieu sterk kan bijdragen aan een grote mate van geldingsdrang. De achterliggende idee is dat een dergelijke achtergrond kan leiden tot een sterke behoefte zich te onderscheiden, zich te ontworstelen aan zijn of haar bescheiden komaf en te tonen dat men wel degelijk in staat is grote prestaties te leveren, 'erbij kan horen' en ten minste gelijkwaardig is aan zij die in meer fortuinlijke sociaaleconomische omstandigheden zijn opgegroeid. Het gebrek aan erkenning en waardering dat zij als kind op school en later op het werk hebben ervaren was voor hen juist een stimulans zich aan hun milieu en herkomst te onttrekken. De sociaaleconomische achtergrond hebben we gemeten middels het 'beroep vader'. Het beroep van de vader wordt doorgaans beschouwd als een zeer goede indicator van de sociaaleconomische klasse waar men uit afkomstig is.

Voor 17 van de 23 CEO's hebben we het beroep vader kunnen achterhalen. Tabel 4 toont de resultaten. Slechts twee van de acht CEO's van de sterke banken zijn afkomstig uit een laag sociaaleconomisch milieu (barman en chauffeur van een bakkersauto). Twee zijn afkomstig uit een middenklasse gezin (onroerend goed ontwikkelaar en eigenaar juwelen groothandel) en vier zijn afkomstig uit een academisch milieu. Bij de CEO's van de zwakke banken daarentegen zijn er zes afkomstig uit lage sociaaleconomische milieus (stukadoor, lopende band medewerker, school drop-out en daarna arbeider in houthandel en kippenboerderij, arbeider in houtzagerij, muzikant in een lokale band, kleermaker), twee middenklasse vaders en slechts één is afkomstig uit een academisch milieu (octrooiadvocaat). Als we laag, midden en hoog sociaal milieu scoren met respectievelijk 0, 1 en 2 punten, dan is de gemiddelde score van de CEO's van de zwakke banken 0,4 en die van hun collega's 1,3. De CEO's van de zwakke banken zitten, gemiddeld, in het onderste kwartiel en de CEO's van de sterke banken in het derde sociaaleconomisch kwartiel. Dit verschil is significant op 5%-niveau.

Tabel 4: Beroep vader van de CEO's

	Zwakke banken		Sterke banken		
	CEO	Beroep vader	CEO	Beroep vader	
<b>Citigroup</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Charles Prince, III</li> <li>• Sanford I. Weill</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Stukadoor</li> <li>• Kleermaker (Brooklyn)</li> </ul>	<b>JP Morgan Chase</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• James Dimon</li> <li>• William B. Harrison Jr.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aandelenhandelaar Shearson en daarna executive vice president bij AmEx</li> <li>• Werkte bij Peoples Bank, onroerend goed ontwikkelaar</li> </ul>
<b>Bank of America</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kenneth D. Lewis</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Drop-out na de tweede klas, werkte in een hout-handel en kippenboerderij</li> </ul>	<b>Goldman Sachs</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lloyd C. Blankfein</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Chauffeur van bakkerswagen (ontslagen), daarna beambte bij de PTT (nachtploeg)</li> <li>• Juwelen groothandelaar</li> </ul>
<b>Merrill Lynch</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• E. Stanley O'Neal</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Werkte aan de lopende band bij General Motors</li> </ul>	<b>US Bancorp</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Richard K. Davis</li> <li>• Jerry A. Grundhofer</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Henry M. Paulson Jr.</li> <li>• Barman</li> </ul>
<b>Wachovia</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• G. Kennedy Thompson</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bedrijfsleider in een textiel fabriek</li> </ul>	<b>Capital One</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Richard D. Fairbank</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Natuurkunde hoogleraar</li> </ul>
<b>Lehman Brothers</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Richard S. Fuld Jr.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Leger officier tijdens WOII in de South Pacific</li> </ul>	<b>American Express</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kenneth I. Chenault</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tandarts</li> </ul>
<b>Wells Fargo</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Richard M. Kovacevich</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Medewerker houtzagerij</li> </ul>	<b>BB&amp;T</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• John A. Allison IV</li> </ul>	
<b>Bear Stearns</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• James E. Cayne</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Octrooi advocaat</li> </ul>	<b>State Street</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ronald E. Logue</li> <li>• David A. Spina</li> </ul>	
<b>Washington Mutual</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Kerry K. Killinger</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Muzikant – oprichter van een dansband, muzikelaar, speelde in lokale bandjes</li> </ul>	<b>BNY Mellon</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Thomas A. Renyi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Arts</li> </ul>

Deze analyse bevestigt de hypothese dat CEO's die afkomstig zijn uit lagere sociaaleconomische milieus een relatief sterke geldingsdrang hebben en de wereld *coûte que coûte* willen tonen dat zij tot meer in staat zijn dan hun afkomst zou doen vermoeden. Zij hadden sterk narcistische trekken bovendien, scheiden aanzienlijk vaker dan hun collega CEO's en gingen uiteindelijk zover dat zij als CEO onverantwoorde risico's namen. Tot op het punt dat zij het voortbestaan van de bank op het spel zetten.

## 6. Rupsje Nooitgenoeg

Wat leren ons al deze analyses? Op de eerste plaats dat de zwakke banken grotere risico's namen dan de sterke banken. Dat bleek niet alleen achteraf toen het te laat was en zaken als off-balance sheet-constructies, CDO's, CDS's, onverantwoorde leningen en hypotheke en securitisaties zonder dat de *originator* nog betrokken was boven kwamen drijven. Ook in de aanloop naar de crisis hadden de zwakke banken een relatief lage solvabiliteit. En niet omdat zij intrinsiek winstgevender waren dan de sterke banken, in tegendeel, de winstgevendheid van de sterke banken was 40% *hoger* dan die van de zwakke banken. Daarnaast waren de zwakke banken ruim twee keer zo groot als de sterke banken. En grootte gaat gepaard met organisatorische complexiteit, bureaucratie, grotere agency problemen, intransparantie en dientengevolge grotere onbestuurbaarheid.

Was de governance van de zwakke banken dan zo slecht dat alle rode vlaggen niet werden gezien of werden zij wel gezien maar werd er vervolgens niet ingegrepen door *boards* of aandeelhouders? Nee, met de (formele) governance was niets mis, zij was althans niet slechter dan die van de sterke banken, integendeel. Het management van de sterke banken had iets meer macht vis-à-vis de aandeelhouders en in alle gevallen waren de CEO en *Chairman* verenigd in één persoon. Uitgerekend de meest gecontroleerde sector, met meer wetten, regels en toezicht-houders dan welke andere sector dan ook, zakte met donderend geraas door het ijs. En met de (formele) governance van de zwakke banken was niets mis. De conclusie is daarom onvermijdelijk dat (formele) governance machteloos is. Wetten, regels, risicomanagement, toezichhouders, accountants, Basel I, II, ... zijn niet in staat ongelukken of zelfs rampen te voorkomen.

Het was niet goed gesteld met de financiële prikkels en de persoonskenmerken van de CEO's van de falende banken. Hun cash bonussen waren twee keer zo hoog als die van hun 'sterke' collega's en tien keer zo hoog als hun vaste jaarsalaris. Hun narcismescore was bijna twee keer zo hoog. Zij zijn relatief ijdel, beschouwden zichzelf belangrijker dan de bank die zij moesten dienen en hadden waarschijnlijk een overmatige behoefte aan macht, prestige en glamour. Een derde van hen lukte het niet een langdurige huwelijksrelatie aan te gaan, verliet hun echtgenote en hertrouwde. En zo'n twee derde van hen was afkomstig uit een lagere sociaal-economische klasse, wat gepaard kan gaan met een bovenmatige geldingsdrang.

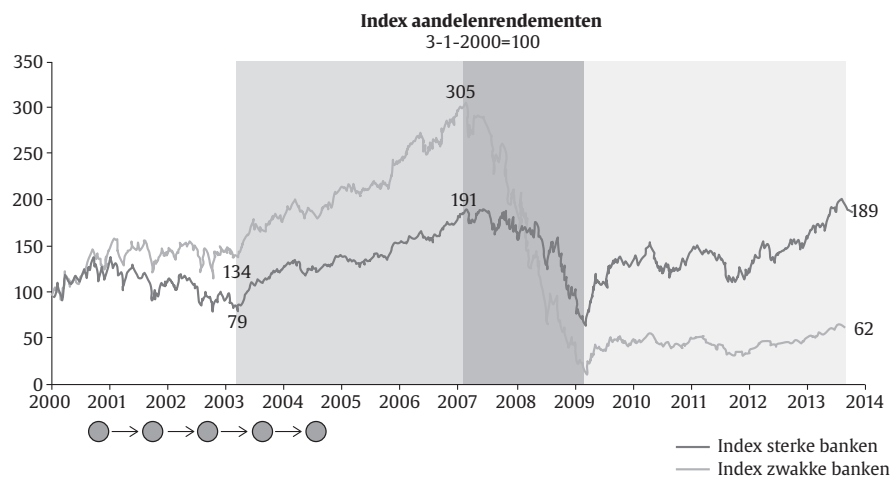


Waarom is (formele) governance machteloos, hoe kan dat? Omdat het bloed kruipt waar het niet gaan kan. Omdat financiële prikkels en persoonskenmerken van leiders sterker zijn dan welke set regels of controlesysteem dan ook. Of zoals een van de grondleggers van de sociologie, Emile Durkheim, het fraai uitdrukte: ‘Als de zeden ontbreken zijn wetten onuitvoerbaar. Als de zeden aanwezig zijn, zijn wetten overbodig.’ Tegen Rupsje Nooitgenoeg is geen kruid gewassen.

## 7. Postscriptum

En hoe verging het de zwakke en de sterke banken na de crisis? Om die vraag te beantwoorden onderzochten we de aandelenrendementen van beide groepen banken voor, tijdens en na de crisis. Een opmerkelijk beeld verschijnt dan, zoals afgebeeld in Figuur 1. Die grafiek toont de aandelenrendementen (koerswinst plus dividend) van beide groepen banken, geïndexeerd op 100 op 1 januari 2000.

**Figuur 1: Aandelenrendement van de sterke versus de zwakke banken – voor, tijdens en na de financiële crisis**



	jan-2000 t/m maa-2003	maa-2003 t/m feb-2007	feb-2007 t/m maa-2009	maa-2009 t/m aug-2013
<b>Sterke banken</b>	-21%	+142%	-71%	+247%
<b>Zwakke banken</b>	+34%	+128%	-96%	+392%

Het aandelenrendement van de zwakke banken in de aanloop naar de crisis was ruim twee keer zo hoog (205%) dan dat van de sterke banken (91%). Dat is lastig te begrijpen, aangezien de onderliggende rentabiliteit van de sterke banken beduidend hoger was en de groei van beide groepen banken gelijk was.

Een eventueel verschil in dividendrendement is ook niet de verklaring. Het signalling effect van een hoog cash dividendrendement kan agency-problemen tussen management en aandeelhouders reduceren en leiden tot een relatief hoog aandelenrendement. Het dividendrendement van de zwakke banken is echter slechts 4% punt hoger dan dat van de sterke banken. Het dividend rendement van de sterke banken bedroeg over de periode 2000-februari 2007 16% van hun totale aandelenrendement, versus 20% bij de zwakke banken.

Vervolgens, niet verrassend, stortten de koersen van de zwakke banken vanaf februari 2007 veel harder in dan die van de sterke banken. Maar liefst 96% van marktwaarde van de zwakke banken verdwijnt in een periode van twee jaar als sneeuw voor de zon, terwijl de sterke banken 'slechts' 71% van hun marktwaarde zien verdwijnen. De genomen risico's en enorme afboekingen worden zichtbaar en bij de zwakke banken worden de kleren van de keizer onthuld. En dan de fase van herstel, vanaf het dieptepunt in maart 2009. Die laat zien dat de zwakke banken echt zwak zijn, ze herstellen nauwelijks, dat in tegenstelling tot de sterke banken. De sterke banken stijgen vanaf het dieptepunt naar 89% winst over de gehele periode, terwijl de zwakke banken over dezelfde periode een verlies van 38% behalen. Hoewel op het hoogtepunt de aandelenrendementen van de zwakke banken ruim twee keer zo hoog waren als die van de sterke banken, eindigen de sterke banken op een niveau van 189 en de zwakke banken op 62.

Dit geeft aan dat de zwakke banken echt zwak waren. Zij creëerden een formidabele luchtbel, tot februari 2007, maar presteerden op de langere termijn veel slechter dan de sterke banken. *'Something is rotten in the state of Denmark'*, zoals Marcellus het in Hamlet uitdrukte. De sterke banken hadden intrinsieke kwaliteiten en een soort leiderschap dat de zwakke banken fundamenteel ontbeerden. De zwakke banken namen grotere risico's, omzeilden wet- en regelgeving, betaalden hogere bonussen en misleidden hun klanten. De verkeerde drijfveren en het kon niet op, het waren de verkeerde Rupsjes Nootgenoeg.