

Gandhi in governance



Rede uitgesproken door
Prof. dr. Kees Cools RA

Prof. dr. Kees Cools RA is hoogleraar Corporate Finance en Governance aan Tilburg University, TIAS School for Business and Society en partner bij Strategy& (voorheen Booz & Company). Hij studeerde economie en filosofie en deed een post-doctorale studie accountancy aan de Universiteit van Tilburg, waar hij in 1993 bij Prof. dr. P.W. Moerland promoveerde op het terrein van de corporate finance.

Hij was eerder hoogleraar Corporate Finance aan de Rijksuniversiteit Groningen (1999-2012), werkzaam bij The Boston Consulting Group (1993-2009) en lid van de eerste Corporate Governance Monitoring Commissie ('commissie Frijns').

Gandhi in governance

Kees Cools

Rede

In verkorte vorm uitgesproken bij de openbare aanvaarding van het ambt van hoogleraar Corporate Finance en Governance bij TIAS School for Business and Society aan Tilburg University op vrijdag 20 Juni 2014

© Kees Cools, 2014
ISBN: 978-94-6167-195-0

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of op enige andere manier.

www.tilburguniversity.edu/nl

Gandhi in governance

Gandhi in governance

“De aarde biedt genoeg voor iedereen, maar niet voor ieders hebzucht”. Misschien wel de bekendste uitspraak van Mohandas – de geschiedenis ingegaan onder de ere naam Mahatma – Gandhi, en een waar woord. Zo simpel is het. Ben als Gandhi, schaf de hebzucht af en veel problemen zijn de wereld uit. Niet alleen oorlog en hongersnood, maar ook de meeste governance problemen. Maar helaas, zo eenvoudig is dat niet. Er zijn maar weinig Mahatma’s – Mahatma betekent grote ziel – op de wereld. De *second best* oplossing is het accepteren van een wereld die vooral bevolkt is met kleine zielen, ook aan de top, en vervolgens goede corporate governance zien te organiseren. Maar dat is geen sinecure, zo blijkt keer op keer. Sinds de oprichting van de VOC, in 1602, zijn we nog geen steek opgeschoten. Vanaf de start was er sprake van grote governance ellende, vier eeuwen onafgebroken governance schandalen en machtsmisbruik (Frentrop, 2002). *Semper idem, sed aliter*. Telkens hetzelfde, maar dan anders.

De boekhoudschandalen en aanverwante misstanden zijn er niet minder op geworden in die afgelopen 400 jaar. Welk verschil zien we wel tussen toen en nu? De kolossale hoeveelheid governance papier, de papieren tijgers, die sindsdien gecreëerd zijn, en nog steeds worden. Het Burgerlijk Wetboek dat telkens wordt aangepast, Sarbanes-Oxley, IFRS, Code Tabaksblat, Codes voor corporaties, voor zorginstellingen, voor culturele instellingen, Basel I, II, III, Solvency I, II, accountantsrichtlijnen, toezichtregels voor DNB en AFM, en dat in elk land, etc. Het houdt niet op, het wordt alleen maar meer en meer. Maar toch is het nog onvoldoende, blijktbaar zijn er nog niet genoeg wetten, regels en toezicht. De corporate ongelukken en misstanden nemen immers niet af.

Zijn we op de goede weg? Wat zijn de werkelijke oorzaken van al die ongelukken en schandalen, wat leren zij ons over de papieren governance tijgers en in welke richting moeten we de oplossing zoeken? Daar wil ik deze oratie graag aan wijden.

Corporate finance en governance

Een woord vooraf over “Corporate finance en governance”, de titel van mijn leerstoel. Een gelegenheidsduo of zijn beide hecht verbonden? Mijn promotieonderzoek opende voor mij 25 jaar geleden de wereld van de corporate finance en in Groningen was ik 12 jaar hoogleraar ondernemingsfinanciering. Daarna schreef ik een boek over corporate governance en werd ik o.a. lid van de eerste Corporate Governance Monitoring Commissie, de “Commissie Frijns”. Dus toch een gelegenheidsduo, toegesneden op mijn toevallige levensloop? Nee. Corporate finance en corporate governance, het zijn twee zijden van één medaille. Andrei Shleifer en Robert Vishny (1997), twee prominente economen, hebben dat scherp geformuleerd in hun definitie van corporate governance: *Corporate governance deals with the ways in which suppliers of finance to corporations assure themselves of getting a return on investment*. Corporate governance gaat over de manier waarop met name aandeelhouders zorgen dat ze een redelijk rendement op hun investering krijgen. Waarom “met name aandeelhouders”? In tegenstelling tot banken, leveranciers, medewerkers, management, klanten, de belastingdienst en andere belanghebbenden van de onderneming, is alleen voor de aandeelhouders niet contractueel vastgelegd welke (financiële) vergoeding zij zullen ontvangen in ruil voor het geld dat ze – met het kopen van aandelen – aan het bedrijf hebben verstrekt. Banken ontvangen rente en aflossingen, klanten producten of diensten, medewerkers en management ontvangen een salaris plus bonus, etc. Als zij dat niet ontvangen kunnen ze met hun leen- of arbeidscontract of met de wet in de hand bij de rechter hun vergoeding opeisen. Aandeelhouders zijn de zogenaamde *residual claimant*, voor hen resteert wat onder aan de streep over blijft, de netto winst. Die netto winst is hoogst onzeker en bovendien hebben bedrijven geen wettelijke verplichting om een deel daarvan uit te betalen als dividend. Bijgevolg zijn de aandeelhouders volledig afhankelijk van de intenties en de kwaliteit van het bestuur voor een behoorlijk rendement en dito dividend. Dat betekent bijvoorbeeld dat, als puntje bij paaltje komt, de aandeelhouders – en niet andere belanghebbenden – de commissarissen en ook het bestuur moeten kunnen ontslaan. Geen corporate finance zonder goede corporate governance; goede corporate governance is een voorwaarde voor goede corporate finance. Beide zijn onafscheidelijk met elkaar verbonden.

Corporate governance

Darwin in aandelen was de titel van mijn Groningse oratie, vandaag *Gandhi in governance*. Van finance naar governance, van Darwin naar Gandhi. Dat er geen finance zonder governance is weten we nu, maar wat hebben Darwin en Gandhi met elkaar te maken? Twee grootheden uit de moderne tijd, bekend geworden met diametraal tegenovergesteld gedachtengoed. Helaas was Gandhi pas 12 jaar oud toen Darwin overleed, in 1882. Het zou een fascinerende discussie zijn geweest. Darwin, met zijn meedogenloze – door Herbert Spencer gedoopte – *survival of the fittest*, in gesprek met Gandhi's onvoorwaardelijke geweldloosheid. “Er zijn doelen waarvoor ik bereid ben te sterven, maar geen waarvoor ik bereid ben te doden”, schreef Gandhi. Terwijl volgens Darwin daarentegen de vroegtijdige en desnoods gewelddadige dood van de zwakkeren, van zij die zich niet aanpassen, de motor achter de evolutionaire ontwikkeling van de mens is. Die natuurlijke selectie heeft ons gebracht waar wij zijn, met onze talenten, ons falen, onze maskers en onze schaduwen (zie ook van de Loo, 2014). Maar hoe niet alleen de empathische, maar ook morele mens, de *moral man*, te verenigen met Darwin's *survival of the fittest*?

In zijn boek *Een tijd voor empathie; wat de natuur ons leert over een betere samenleving* laat de fameuze Brabantse etholoog Frans de Waal (2009) overtuigend zien dat andere primaten, zoals bonobo's, lampongapen en ook chimpansees vormen van empathie kennen en zorg voor de eigen groep. Het voortbestaan van de eigen groep is immers ook van levensbelang voor ieder individueel lid van de groep, zeker vanaf het moment dat onze voorouders het oerwoud uit kropen en de savannen op trokken, waar leeuwen, tijgers, hyena's, luipaarden en andere vleeseters de scepter zwaaiden. Maar “empathie is een automatische reactie, waarover we weinig controle hebben” (de Waal, 2009, p.56). Daarmee zijn empathie en instinctieve zorg voor eigen kroost en groep fundamenteel andere categorieën dan moraliteit, zeden en waarden. De Waal lijkt te suggereren dat ook deze laatste menselijke categorieën voortkomen uit het proces van natuurlijke selectie, maar geeft daarvoor geen overtuigende argumenten. Hier scheiden zich de wegen van Darwin en Gandhi. Alleen de mens kent de categorieën goed en kwaad, spreekt morele oordelen uit, is in staat zoiets als de *Universele verklaring van de rechten van de mens* op te stellen en is bereid de zwakkeren *bewust* te beschermen, ook als die van een ander volk of werelddeel afkomstig zijn. Het beschermen van de zieken en zwakkeren en vooral het onderscheiden van goed en kwaad is een teken van

menselijke beschaving, maar gaat ten koste van de evolutionair gevormde en gevorderde mens. De moderne burger, de morele mens is geen product van het evolutionaire proces van natuurlijke selectie.

Ik sta niet alleen in die opvatting. De meester zelf denkt er ook zo over, zo bleek. Dat schrijft hij niet in zijn hoofdwerk *On the Origin of Species*, maar in het 12 jaar later gepubliceerde *The Decent of Man, and Selection in Relation to Sex*. De morele mens kan volgens Darwin niet worden verklaard door zijn eigen evolutietheorie. Het miljarden jaren oude proces van natuurlijke selectie heeft volgens hem nog wel een zekere mate van empathie gecreëerd, gericht op bescherming van de eigen kroost of zelfs groep, maar niet meer dan dat. Darwin onderkende ook dat het beschermen en huisvesten van de zwakkeren gevaarlijk kan zijn voor de soort, maar nam dat met enige aarzeling op de koop toe. Hij hoopte dat de zieken en zwakkeren zelf wel zouden inzien dat zij zich maar beter niet moesten voortplanten (zie ook Engels, 2006). Dat betekent dat Darwin waarschijnlijk veel waardering zou hebben gehad voor Gandhi's pleidooi voor onvoorwaardelijke geweldloosheid maar dat tegelijkertijd Gandhi's principes en levenswijze een bedreiging vormen voor veel van onze evolutionair gevormde lichamelijke en geestelijke vermogens en (gedrags)eigenschappen.

Darwin in aandelen en Gandhi in governance. Finance en governance, twee zijden van één medaille. Finance en aandelenmarkten zijn onderworpen aan een Darwiniaans selectiemechanisme maar governance is een niet-evolutionair gevormd, menselijk construct, tegen de menselijke natuur en tegen de natuurlijke selectie in.

Gandhi is – waarschijnlijk ook in de ogen voor Darwin – een kroon op de menselijke beschaving maar een bedreiging van de evolutionair gevormde mens. Wie van de twee uiteindelijk zal overwinnen is zeer de vraag, maar de gevolgen van die dichotomie zijn groot. Ik kom daar later op terug.

10 seconden corporate governance

Corporate governance heeft haar wortels in 1602, bij de oprichting van de VOC. Vanaf het eerste begin, nu ruim 400 jaar geleden, is het flink hommeles met ondernemingsbestuur. In mijn boek *Controle is goed, vertrouwen nog beter*, laat ik aan de hand van sprekende en stuitende voorbeelden zien dat al bij de oprichting de *dolerende participanten*, de huilende aandeelhouders, in de clinch lagen met graaiende en rovende Heren XVII. De *dolerende participanten* werden geconfronteerd met drie fundamentele governance problemen: gebrek aan transparantie, onvoldoende zeggenschap van aandeelhouders en excessieve topsalarissen voor de Heren XVII.¹ De vier eeuwen daarna zijn bezaaid met governance schandalen. Bijvoorbeeld in 1721 de South Sea bubble in het Verenigd Koninkrijk, in datzelfde jaar de Mississippi bubble in Frankrijk, in de Verenigde Staten (VS) de ‘1873 Panic’ na het faillissement van James Cooke en de ‘Rover Baronnen’ van de Amerikaanse spoorwegmaatschappijen.² Ook Nederland liet zich niet onbetuigd, met o.a. één van de grootste financiële schandalen uit de geschiedenis (Frentrop, 2002), de deconfiture van het Müller concern (waaruit later o.a. Imtech is voortgekomen), geleid door Anton Kröller, die in 1931 gedwongen werd af te treden.³ En meer recentelijk de Banco Ambrosiano, Crédit Lyonnais, Maxwell, Polly Peck, Enron, Worldcom, Ahold, Shell, Vestia, Siemens, Dexia, Imtech, Rochdale, etc.

¹ De Dolerende Participanten werden door de hooghartige aristocraten en bestuurders van de VOC bestempeld als ‘calissen (vagebonden, schooiers, KC), bankroetiers en speculanten’, waarop de aandeelhouders schreven dat “erger dan bankroetiers diegenen waren te achten, die weigerden aan rechthebbenden hun boeken te laten zien en rekening af te leggen”. Met betrekking tot misbruik van voorwetenschap en zelfverrijking schreven zij dat sommige ‘Heeren’ en bewindhebbers plotseling tot verdacht grote rijkdom waren gekomen: “... want een groot deel van deze lieden schijnen als Camp-erfoeliën, op enen nacht gewassen te zijn, in de ogen van degenen die hen voordien schraler gekend hebben.”

² Naast de South Sea Company gingen ook andere *joint stock companies* aan schandalen ten onder in het begin van de 18e eeuw, zoals een onderneming waarover de kranten schreven “*a company for carrying on an undertaking of great advantage, but nobody to know what it is.*” Nadat de promotor van die onderneming zo’n £20.000 had gecollecteerd “*he quietly withdrew that evening to the continent, and was never heard from again.*”. *Rober barons*, zo werden de directeuren van de spoorwegmaatschappijen in de 19e eeuw in de VS betiteld.

³ De accountant van de firma Müller schreef in 1931 in een open brief aan de heer Kröller dat “de zaken rond het Müller-concern gevoegd bij die van de Rotterdamsche bankvereniging, het grootste schandaal vormen, hetwelk ooit in een Europeesch land heeft plaats gevonden. (...) er hebben aandeel- en obligatieuitgiften plaats gevonden in zaken, op zulk een lichtzinnige, bedrieglijke en misdadige wijze, dat dit ten hemel schreit”.

Maar goed, we zijn nu ruim 400 jaar, oftewel zo'n 40 bestuurders generaties verder. In het licht van de evolutie van de mens is dat klein bier, een paar druppels gerstenat hooguit. De mens heeft zich, als genus *Australopithecus*, zo'n 3,5 miljoen jaar geleden afgescheiden van de overige primaten. 3,5 miljoen jaar op de 3,5 miljard jaar dat de aarde bestaat, dat is 1 promille. De ruim 400 jaar dat corporate governance op aarde rondwaart is een fractie in het licht van de menselijke evolutie. Als de menselijke evolutie, die 3,5 miljoen jaar, wordt voorgesteld als 1 dag dan is er slechts de laatste 10 seconden sprake van corporate governance. *Spelregels op de apenrots, omgaan met fragiel vertrouwen*, was de titel van een essay dat Jaap Winter en ik in 2007 schreven bij onze eerste schreden op weg naar beter begrip van governance en leiderschap. Achteraf bezien waren we wellicht nog te optimistisch, vertrouwen is niet een recente stap in de evolutionaire ontwikkeling van de mens, het staat er waarschijnlijk haaks op.

Vertrouwen, maar zeker ook moraliteit, de concepten goed en kwaad, deugden en zeden, zijn zeer recente menselijke constructen. Frans de Waal (2009), die een lans breekt voor empathie en een betere samenleving, rekent diezelfde mens tot een der agressiefste primaten. Het zijn deze zelfde agressievelingen die niettemin op basis van een cognitief menselijk construct, de menselijke moraal, ons rechtsstelsel hebben geconstrueerd, met het Romeins recht, de *trias politica* en de Code Napoléon als belangrijkste bouwstenen. Agressievelingen, die doden, liegen en bedriegen, maar elkaar met zelf bedachte wetten en codes toch zichzelf, en vooral elkaar, in toom proberen te houden.

Als we in dat hele etmaal slechts de laatste 10 seconden bezig zijn met goed, deugdzaam, ondernemingsbestuur, dan is het niet verbazingwekkend dat we om middernacht nog geen millimeter zijn opgeschoten. Transparantie, rechten voor aandeelhouders en topsalarissen, het waren en het zijn nog steeds de grootste problemen en tekortkomingen in governance land. Misschien waren er goede afspraken en regels nodig om het evolutionaire apengedrag aan banden te helpen leggen. De moraal is immers kwetsbaar. Bij de oprichting van de VOC bestonden nauwelijks wetten en regels, laat staan een corporate governance code, een monitoring commissie, richtlijnen voor de jaarrekening, een externe accountant, verplicht rouleren elke acht jaar, etc. etc. Er was zelfs geen Raad van Commissarissen, laat staan een audit of remuneratie commissie. Slechts het Octrooi stond op papier, dat de VOC het monopolie gaf op handel met de Oost.

Geen formele governance maar wel een formeel monopolie. Was dat de reden dat er zo veel mis ging?

In *Controle is goed vertrouwen nog beter* analyseerde ik de oorzaken van de 25 grootste boekhoudschandalen van rond de eeuwwisseling. Een slechte kwaliteit van de formele governance, zoals concentratie van aandeelhouderschap, kwaliteit van de audit committee, onafhankelijkheid van commissarissen, was *niet* de oorzaak van de schandalen. Narcistisch zonnekoning gedrag, hebzucht en geloof in luchtkastelen waren de werkelijke oorzaken. Maar goed, dat is inmiddels zo'n 15 jaar geleden. En bovendien, getriggerd door het Enron schandaal werd in 2002 binnen vier weken na het bekend worden van \$3,8 miljard boekhoudfraude bij Worldcom de Sarbanes-Oxley (SOX) wet goedgekeurd door het Huis van Afgevaardigden (stemverhoudingen 423-3-8) en de Senaat (stemverhoudingen 99-1-0). Bij het ondertekenen van de wet, 5 dagen later, sprak President Bush de memorabele woorden "*the most far-reaching reforms of American business practices since the time of Franklin D. Roosevelt. The era of low standards and false profits is over; no boardroom in America is above or beyond the law.*". Dat is duidelijke taal. Aangezien SOX van toepassing is op alle ondernemingen die een notering hebben in de VS, had die nieuwe wet gevolgen voor vele multinationals in alle delen van de wereld, ook in Nederland. Extra gestimuleerd door de vele boekhoudschandalen werden in rap tempo ook in de meeste Europese landen governance Codes aangenomen, zoals de Code Viennot in Frankrijk, de Cromme Code in Duitsland, de Code Lippens (Graaf Maurice Lippens, de bestuursvoorzitter van Fortis) in België en de Code Tabaksblat in Nederland. Gevolgd door een Corporate Governance Monitoring Commissie, die in 2005 van start ging en nog steeds bestaat. Daarnaast waren inmiddels sinds 2005 ook de vrij strenge en op *fair value* gebaseerde IFRS accounting regels van kracht geworden voor alle in de EU gevestigde beursgenoteerde ondernemingen.

Daarnaast, speciaal voor de financiële sector, twee toezichthouders. Dubbel genaaid houd immers beter. DNB, opgericht in 1814, die moet zorgen voor "een schokbestendig financieel systeem" en "solide en integere financiële instellingen ..." en AFM, die toezicht houdt op financiële markten, om er voor te zorgen dat die "op een duidelijke en eerlijke manier werken". Met andere woorden, als er één sector was waarvan men dacht dat die schokbestendig zou zijn, met 'solide en integere financiële instellingen', dan was het wel de financiële sector, en in het bijzonder geldt dat voor de banken, omdat door de Centrale Banken op het

betalingenverkeer nog eens extra goed wordt gelet. En juist die bedrijfstak, de dubbel genaaide sector, zakte met donderend geraas door het ijs en veroorzaakte de grootste economische crisis sinds mensenheugenis. De sector en de banken waren dubbel genaaid, maar het was toch nog onvoldoende. Nog steeds waren de regels te slap en het toezicht te zwak. Zowel het externe toezicht (in Nederland DNB en AFM) als ook het interne toezicht, de raden van commissarissen. Dat is niet een conclusie die ik trek, maar die alle westerse landen hebben getrokken. Wetten, regels en toezicht werden fors versterkt. We kregen bijvoorbeeld Basel III, Solvency II, de Code Banken, scherpere normen voor solvabiliteit en liquiditeit, extra regels om beloningen te beperken en (mislukte) stress tests.⁴ En vrijwel niemand schijnt het oneens te zijn met de forse aanscherpingen van wetten, regels en toezicht. Van de SP tot de VVD en de PVV, zelden was er grotere eensgezindheid in het parlement.

Maar was deze internationaal en breed gedragen conclusie juist? Wat was de werkelijke oorzaak van de financiële crisis? Was er inderdaad een probleem met de regels, het toezicht en de formele governance van banken? Een onderzoek naar die vragen geeft richting aan mogelijke oplossingen, maar had natuurlijk uitgevoerd moeten worden *voordat* de nieuwe tsunami aan weten, regels en verscherpt toezicht over ons heen kwam. De financiële crisis, en met name rol van de banken daarin, is een interessante casus voor governance onderzoek. Waarom? Juist omdat de bankensector als de meest gereguleerde en dichtgespijkerde sector werd beschouwd. En als juist daar de regels en al het control timmerwerk achteraf toch onvoldoende bleek, dan kunnen we daar lessen uit trekken, niet alleen voor de banken en overige financiële instellingen, maar ook voor ondernemingen in andere sectoren. Zo gezegd, zo gedaan. Maar hoe?

⁴ Bijvoorbeeld Dexia slaagde in juni 2011 voor de stress test van de European Banking Authority die werd uitgevoerd bij de grootste 90 banken in de EU. Echter vrijwel direct daarna raakte de bank in grote problemen en moest bijv. het Belgische deel van de bank genationaliseerd worden.

In het oog van de storm

Waarom hebben de banken in de financiële crisis gefaald? En wat was daarbij de rol van hun governance? Het beantwoorden van die vragen start met vast te stellen welke banken gefaald hebben. Als het gaat over de financiële crisis worden al snel alle banken over één kam geschoren. Dat is onterecht en onjuist. Er waren immers twee categorieën: banken die overheidssteun nodig hadden (zoals ING of Citigroup) of zelfs failliet gingen (bijvoorbeeld Fortis/AA of Lehman Brothers) en banken die op eigen kracht de crisis overleefden (zoals de Rabobank of Svenska Handelsbanken). Ik noem deze twee groepen in het vervolg van deze oratie voor het gemak de slechte respectievelijk de goede banken.

Een onderzoek naar het falen van banken moet zich daarom richten op de slechte banken. Een voor de hand liggende aanpak is om de verschillen tussen goede en slechte banken, in de jaren voorafgaand aan de crisis, systematisch in kaart te brengen. Een dergelijk onderzoek is, naar mijn beste weten, nog niet uitgevoerd. Strikt genomen kan uiteindelijk alleen het antwoord op die onderzoeksvraag inzicht bieden in de achterliggende oorzaken van de financiële crisis. Een onderzoek naar 'de' banken kan immers nooit licht werpen op de onderscheidende karakteristieken van de slechte banken en kan ook de oorzaken van de crisis niet onthullen. De (eigenschappen van de) goede banken vervuilen een dergelijke analyse.

Zo gezegd, zo gedaan. Samen met fiere vorser en – inmiddels – promovendus Joris van Toor ben ik voor de VS en Europa op zoek gegaan naar de eigenschappen waarmee de slechte banken, de enige echte boosdoeners onder de banken, zich onderscheiden van de goede banken. In deze oratie bespreek ik 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 goede beschikbaarheid van data. *Alle* grote banken in de VS 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. Voor die banken kan waardecreatie (aandelenrendementen) niet systematisch worden geanalyseerd en zijn bijvoorbeeld ook geen goede data beschikbaar over de beloningen van bankbestuurders.

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

Geen goede banken in de VS?

















In eerste instantie leek het er op dat er in de VS alleen slechte banken waren. Immers alle grootste zestien banken bleken steun te hebben gekregen, uit hoofde van het zogenaamde TARP programma.⁵ Het balanstotaal van die zestien banken bedroeg in 2006 \$ 9.600 miljard en vormde daarmee op dat moment 60% van het balanstotaal van alle banken in de VS tezamen. In totaal ontvingen die 16 grootste banken \$ 172 miljard aan overheidssteun.

Bij nadere analyse bleek dat acht van die zestien 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 deze acht banken die de SCAP banken stress test doorstonden in 2009.⁶ 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 basis daarvan is de groep goede banken samengesteld, acht in getal. Vervolgens zijn als vergelijkingsgroep acht slechte banken geïdentificeerd. Die acht waren de grootste banken uit de groep banken die de stress test niet doorstaan hadden, of al failliet waren gegaan (bijv. Lehman Brothers), of tijdens de crisis waren overgenomen omdat ze in financiële moeilijkheden waren geraakt (bijv. Merrill Lynch). Tabel 1. laat zien welke de acht goede en welke de acht slechte banken waren, of het een investment bank of commercieel bank was en hun balanstotalen ultimo 2006.

⁵ TARP is het Troubled Assets Relief Program dat ter ondersteuning van de financiële instellingen na de val van Lehman Brothers in 2008 door de Amerikaanse overheid is vastgesteld.

⁶ Het Supervisory Capital Assessment Program (SCAP) was een stress test die in 2009 werd uitgevoerd door het Federal Reserve System om vast te stellen of de grootste Amerikaanse banken voldoende eigen vermogen hadden.

Tabel 1. Acht goede en acht slechte banken in de steekproef

Slechte banken		Goede banken			
	Assets 2006 (\$ mld.)	Type bank commercial / investment		Assets 2006 (\$ mld.)	Type bank commercial / investment
	1.884	▪ Commercial		1.352	▪ Commercial
	1.460	▪ Commercial		838	▪ Investment
	841	▪ Investment		219	▪ Commercial
	707	▪ Commercial		150	▪ Commercial
	504	▪ Investment		128	▪ Commercial
	482	▪ Commercial		121	▪ Commercial
	350	▪ Investment		107	▪ Commercial
	346	▪ Commercial		103	▪ Commercial

Idealiter waren het uitsluitend investment banken of uitsluitend commerciële banken, of tenminste een gelijk aantal in beide groepen. Dat zou voor een zuivere verschillenanalyse het beste zijn. De werkelijkheid is echter anders, zoals Tabel 1 laat zien. In de volgende paragrafen wordt voor elk van de variabelen bepaald of beide groepen banken verschillend scoren en of de verschillen statistisch significant zijn. Ook zal, voor zover relevant, separaat worden gekeken naar de karakteristieken van goede en slechte investment banken versus commerciële banken. Beide groepen banken zijn onderzocht tot en met 2006, het laatste jaar voor de financiële crisis. De aandelenkoersen van de banken bereikten hun hoogtepunt in februari 2007.

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 de 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. De analyses ondersteunen die stelling.

De slechte banken waren, afgemeten aan het balanstotaal, gemiddeld over de jaren 2002 – 2006 ruim twee keer zo groot als de goede banken.⁷ Om precies te zijn was het balanstotaal van de slechte banken 113% groter dan dat van de goede banken. Dit vormt weliswaar geen keihard bewijs voor de stelling dat de kans op onbestuurbaarheid toeneemt met omvang, maar het is wel een sterke aanwijzing. Een verschil in omvang van ruim een factor twee is erg veel en is statistisch significant op 5% niveau bovendien.

Andere 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 toenemende verhouding vreemd vermogen / eigen vermogen. 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, voor rekening van de samenleving, maar de *upside* is voor de aandeelhouders en het management. Het management profiteert immers omdat het rendement op eigen vermogen heel vaak als prestatie indicator is opgenomen in de bonuscontracten van bankbestuurders (Admati en Hellwig, 2013).

Inderdaad, wij vinden dat de solvabiliteit van de goede banken voorafgaand aan de crisis hoger was dan die van de slechte banken. De gemiddelde *leverage ratio* (vreemd genoeg bij banken doorgaans uitgedrukt als eigen vermogen / balanstotaal) was voor de goede banken in de periode 2002 – 2006 gemiddeld 32% hoger dan die van de slechte banken. De *leverage ratio* bedroeg over deze

⁷ Het balanstotaal van een bank wordt mede bepaald door de mate van securitisatie en *shadow banking*. Achteraf is gebleken dat juist de slechte banken meer gebruik maakten van securitisatie en verschillende vormen van *shadow banking* dan de goede banken. Dat betekent dat in werkelijkheid het verschil in balanstotaal (on- plus off balance) tussen de slechte en goede banken nog groter was dan 113%

periode gemiddeld 9,0% voor de goede en 6,8% voor de slechte banken.⁸ 32% verschil is veel, maar is niet statistisch significant op 5% niveau, m.n. vanwege de kleine steekproef (van twee keer acht banken). Het is opvallend dat, hoewel de leverage ratio's tussen beide groepen banken dus sterk uiteenlopen, de risico gewogen Tier 1 solvabiliteitsratio's nauwelijks van elkaar verschillen. De Tier 1 ratio van de goede banken bedraagt gemiddeld 8,5% versus 8,3% voor de slechte banken. Een verschil van slechts 2%. De goede banken hanteerden blijkbaar aanzienlijk hogere risico factoren bij het bepalen van hun risico gewogen Tier 1 kapitaal dan de slechte. Een teken van prudent beleid. Gezien de risico's die zich in 2007 en 2008 manifesteerden kan achteraf geconstateerd worden dat de activa van de slechte banken risicovoller waren dan die van de goede banken en dat zij bewust of onbewust de risico's van hun activa onderschat hebben. Een andere indicatie dat de slechte banken bewust meer risico liepen was het feit dat zij hun bezittingen met 46% schuld (exclusief spaargeld) gefinancierd hadden, versus 31% bij de goede banken. De slechte banken waren dus voor een kleiner deel gefinancierd met spaargelden dan de goede banken.

Interessant in dat verband is ook dat de goede banken er voor gezorgd hebben dat over die vijf jaren hun leverage ratio met 14% toenam (van 8,3% in 2002 naar 9,5% in 2006), terwijl die van de slechte banken vrijwel constant bleef (van 6,8% in 2002 naar 7,0% in 2006). De slechte 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.

⁸ Voor Europese begrippen lijken dit hoge cijfers. Een belangrijke reden daarvoor 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 goede en de slechte banken 4,9% respectievelijk 3,7% bedragen, in plaats van 9,0% respectievelijk 6,8%.

Dan de rentabiliteit van de banken. De leverage ratio van de goede banken was, zoals gezegd, niet alleen hoger dan die van de slechte, maar deze nam ook nog eens gestaag toe in de aanloop naar de crisis. Dat doet vermoeden dat de winstgevendheid van de goede banken relatief hoog was. Inderdaad, de goede banken waren aanzienlijk winstgevender dan de slechte banken. Het gemiddelde rendement op totaal vermogen van de goede banken was voor de periode 2002 – 2006 1,6%, versus 1,1% voor de slechte banken. Een verschil van 45%. Bovendien nam de winstgevendheid van de goede banken over die periode toe van 1,4% in 2002 tot 1,9% in 2006, terwijl de winstgevendheid van de slechte banken vrijwel constant bleef. In 2006 was het verschil in winstgevendheid tussen beide groepen banken opgelopen tot 58%.

De goede banken waren aanzienlijk winstgevender, en dat ook nog eens in steeds toenemende mate. Dat is opmerkelijk omdat de slechte banken, zoals we pas later leerden, riskantere financiële producten en constructies (*shadow banking*, *foot loose* securitisatie, CDS's, CDO's, etc.) hanteerden, waarvan men zou verwachten dat met dat hogere risico ook een hoger rendement gepaard gaat, tot het mis gaat. Hoe het mogelijk is dat, ondanks de grotere risico's, de slechte banken voorafgaand aan de crisis minder winstgevend waren dan de goede banken, is niet geheel duidelijk. Een reden zou kunnen zijn dat de goede 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 45% lagere winstgevendheid van de slechte banken gecompenseerd werd door een 32% lagere leverage ratio. Anders gezegd, een ogenschijnlijk gelijke rentabiliteit voor de slechte banken, althans in termen van rendement op eigen vermogen, maar met een groter onderliggend risico vanwege een grotere financiële hefboom en daarmee een groter financieringsrisico.

Tenslotte, hoe waardeerde de markt beide groepen banken? Over de periode 2002 – 2006 was de koers/winst verhouding van de goede banken gemiddeld 16, versus 12 voor de slechte banken. Aangezien het rendement op eigen vermogen voor beide groepen vrijwel gelijk was zou dat kunnen betekenen dat de groeiverwachtingen van de goede banken relatief hoog waren. Dat correspondeert echter niet met de werkelijke (verschillen in) groeicijfers, die waren met 15% (goede banken) en 16% (slechte banken) 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 goede banken, terwijl die in werkelijkheid alsmaar uitbleef. Een mogelijke verklaring zou wel kunnen zijn het hogere (financierings)risico van de slechte banken bij een lagere onderliggende rentabiliteit, of anders gezegd, een vrijwel gelijk rendement op eigen vermogen met een hoger (financierings)risico.

Corporate governance als illusie

Zoals gezegd, omdat de wereld voornamelijk bestaat uit agressieve primaten annex kleine zielen, ook aan de top, moet goede corporate governance er voor zorgen dat ondernemingen goed geleid worden en dat er geen ongelukken gebeuren. Management moet transparant communiceren over doelstellingen, strategie en risicomanagement en vervolgens rekening en verantwoording afleggen over de resultaten, primair richting raad van commissarissen en aandeelhouders. Maar wat is 'goed', wat is goede corporate governance? En hoe kunnen we vaststellen of goede corporate governance bijdraagt aan goede financiële prestaties en minder ongelukken?

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. Terwijl tegelijkertijd het grote Zwarte Pieten Spel professioneel gespeeld werd: goed om je heen kijken wie je de schuld kunt geven. En als er dan geen spiegel in de buurt is kun je in ieder geval nooit jezelf als boosdoener aanwijzen. Een cruciale aanname bij zo'n Pavlov reactie zou moeten zijn 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 ook nog de *rating agencies* en toezichthouders.

Over 'de' banken als Zwarte Piet kunnen we kort zijn. Er waren immers goede en slechte banken. Het is unfair en voor politici en volksvertegenwoordigers ook onverantwoord om banken en bankiers die op eigen kracht 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 slechte 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.

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 in hun 2003 artikel "Corporate governance and equity prices". 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 alle 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 slechte banken hoge GIM scores. Het management had (te) veel macht en er waren nauwelijks *checks and balances*, aandeelhouders hadden nauwelijks enige grip op het doen en laten van de bestuurders. Wat blijkt? Het tegendeel. In elk van de jaren 1990 – 2006 was de gemiddelde GIM index van de goede banken hoger dan die van de slechte banken. De gemiddelde GIM index was 9,7 voor de goede en 9,3 voor de slechte banken. Bij commerciële banken is het verschil zelfs nog iets groter. De verschillen zijn overigens niet statistisch significant op 5% niveau.

Het management van de goede banken had, gemiddeld genomen, iets meer zeggenschap en macht dan hun collega's van de slechte 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.

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 VS 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 *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 VS komt het nog vaak voor, in 2008 nog bij zo'n 64% van de S&P 500 beursgenoteerde ondernemingen, dat de CEO tevens de voorzitter van de *board* is (Davis, 2009). Kort door de bocht zou men kunnen zeggen dat de CEO dan toezicht houdt op zichzelf, in zijn rol als *Chairman*.⁹

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* goede 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 S&P 500 beursfondsen in de VS slechts bij 64% van hen het geval is. Bij de slechte banken is de score iets lager, maar niet veel lager. In drie van de vijf jaren 2002 – 2006 was bij één slechte bank de CEO niet tevens de *Chairman*. Evenals bij de GIM scores zien we ook hier dat de governance

⁹ 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.

kwaliteit van de slechte banken niet slechter was dan die van de goede banken, in tegendeel zelfs.¹⁰

Blijkbaar was het niet slecht gesteld met de formele governance van de slechte banken, althans zeker niet slechter dan bij de goede 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 de slechte banken, niet de oorzaak van de financiële crisis was, wat dan wel? We zagen eerder dat de solvabiliteit van de slechte 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 goede 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 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 slechte banken gaan we nu op zoek naar gedragsaspecten van de bestuurders 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 sterke en meest besproken extrinsieke drijfveren zijn monetaire prikkels, in het bijzonder de variabele beloning van bestuurders, hun bonussen.

¹⁰ 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*.

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 er van 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 vele vormen van prestatiebeloning voor topbestuurders. Meestal met als resultaat dat bij topbestuurders geen of nauwelijks een relatie bestaat tussen variabele beloning en prestaties (zie bijv. Bebchuck en Fried, 2004). Terwijl dat juist de bedoeling is. Prestatiebeloning, loon naar werken, is bedoeld om bestuurders er toe 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 ik schreef in een studie naar de oorzaken van de 25 grootste boekhoudschandalen van rond de eeuwwisseling (zoals Ahold, Enron, Worldcom, Shell, Tyco en Parmalat): 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, etc.), zie Cools (2005). Zou de mate van variabele beloning differentiëren tussen de goede en de slechte banken, zou dat een gedeeltelijke verklaring van hun gedrag kunnen bieden?

De verschillen zijn aanzienlijk, zo blijkt. De jaarlijkse cash bonus van de CEO's van de slechte banken was voor de jaren 2002 – 2006 gemiddeld bijna twee keer zo hoog als die van hun collega's van de goede banken. Gemiddeld over die vijf jaar was de cash bonus van de CEO's van de slechte banken 90% hoger dan die van hun collega's van de goede banken: gemiddeld \$8.1 miljoen jaarbonus voor de slechte versus \$4,3 miljoen voor de CEO's van de goede banken. Een mogelijke oorzaak van de veel hogere jaar bonussen van de CEO's van de slechte banken zou kunnen zijn dat die banken ruim twee keer zo groot zijn dan de

goede 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 salaris bij de slechte banken slechts 8% hoger dan bij de goede banken, \$881.000 vast salaris voor de CEO's van de slechte banken versus \$817.000 voor die van de goede 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 worden zorgvuldig vastgesteld, prestatie indicatoren, afwegingen tussen korte en lange termijn, individuele versus groepsprestaties, etc. 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 goede 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 korte termijn prestaties. Negatieve lange termijn implicaties van het nemen van (te) hoge risico's (zoals de eerder genoemde 32% hogere leverage) wogen bij de slechte banken aanzienlijk minder zwaar dan bij de goede 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 slechte banken, maar van een bewuste keuze voor het stimuleren, via de cash bonussen, van het nemen van risico's en het behalen van korte termijn gewin.

Niet alleen waren de bonussen bij de slechte banken erg hoog in vergelijking met de goede 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 slechte banken was zo'n tien keer groter dan hun vaste inkomen en bij de goede banken was dat een factor vijf. Ter vergelijking, in de aanloop naar crisis was die verhouding voor Nederlandse AEX 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 slechte 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 goede banken. Dat zijn extreme verhoudingen, extreme 'prikkel-beloningscontracten'. Het vaste inkomen bedraagt zo'n 8% 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 cash bonus hebben beloningscontracten nog een derde component, de lange termijn opties en aandelen. Ook die component is bij de slechte banken aanmerkelijk hoger dan bij de goede banken, maar minder pregnant dan bij de bonussen. De waarde van de jaarlijkse lange termijn beloning is voor de CEO's van de slechte banken 39% hoger dan voor hun collega's van de goede 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 slechte banken in de aanloop naar de crisis aanzienlijk hoger dan voor de goede banken, zoals we verderop in meer detail zullen zien. Daarom is ook dat 39% lange termijn beloningsverschil grotendeels toe schrijven aan de relatief sterke koersontwikkeling van de slechte banken. Wel kunnen we constateren dat gemiddeld \$16,6 miljoen en \$12,3 miljoen lange termijn variabele beloning voor de CEO's van respectievelijk de slechte en de goede banken een forse financiële prikkel is.

Narcistische leiders

Zijn er naast de sterke financiële prikkels nog andere facetten die het gedrag van de CEO's van de slechte banken zouden kunnen verklaren? Bonussen zijn sterke extrinsieke motivatoren, maar 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 tien procent van de bevolking behept met een persoonlijkheidsstoornis. Het internationaal gehanteerde classificatiesysteem DSM-IV onderscheidt elf persoonlijkheidsstoornissen, waaronder narcisme, ofwel eigenliefde.¹¹

¹¹ 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.

Volgens DSM-IV is bij narcisme als persoonlijkheidsstoornis sprake van een patroon van zelfbewondering, zichzelf geweldig vinden, grootheidsfantasieën, 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, psychoanalyticus, econoom en hoogleraar leiderschapsontwikkeling aan de business school INSEAD stelt dat men narcistische persoonlijkheden geregeld tegenkomt op hoge posities in bedrijven: “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”. 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 waardoor de mensen hun kritische rol vanzelf verliezen.

Heeft narcisme een rol gespeeld bij het falen van de slechte 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, het aantal regels in *Who's who*, de beloning van de CEO ten opzichte van de overige leden van de raad van bestuur, de oppervlakte

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 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 goede en slechte banken worden genoemd of geciteerd.

De scores voor de CEO’s van de goede en slechte banken verschillen aanzienlijk. Over die periode van drie jaar worden de CEO’s van de slechte banken in de *Financial Times* gemiddeld 74% vaker genoemd dan hun collega’s van de goede 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 slechte banken 48 keer per jaar genoemd, versus jaarlijks 23 keer voor hun ‘goede’ collega’s. Een verschil van 109%. Deze cijfers suggereren sterk dat relatief sterk narcistisch gedrag van de CEO’s van de slechte banken een relevante factor was bij het stranden van de slechte 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 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 eerder 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 acht CEO’s van de slechte banken gescheiden, terwijl geen van de CEO’s van de goede ooit gescheiden zijn.¹²

¹² 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.

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

Bescheiden afkomst als risicofactor

Tenslotte hebben we gekeken naar een heel ander persoonskenmerk, zijn komaf, het sociaal-economisch milieu waaruit de CEO afkomstig is. In de sociologische en psychologische literatuur wordt doorgaans een sterk negatieve correlatie gevonden tussen het sociaal-economisch milieu waar iemand uit afkomstig is en zijn of haar ambities en aspiraties. Niet alleen de (financiële) mogelijkheden, de ouderlijke stimulansen en het zelfvertrouwen van mensen uit lagere milieus zijn lager, maar ook hun aspiraties en scholings- en carrière ambities zijn lager (zie bijv. Bowden en Doughney, 2010). Ook het vertrouwen dat jongeren uit lagere milieus hebben in een succesvolle studie en carrière is laag, zo blijkt uit onderzoek (zie bijv. Arulmani, van Laar en Easton, 2003). Het blijkt niet zo te zijn dat, gemiddeld genomen, mensen van een lagere komaf een sterke behoefte hebben zich te onderscheiden en te ontworstelen aan hun meer bescheiden achtergrond, juist in tegendeel. En *als* dergelijke jongeren wel het talent, de wil en motivatie hebben zich verder te ontwikkelen om bijv. een universitaire studie te gaan doen, dan blijven zij zich toch tot op zekere hoogte buitengesloten voelen, zo blijkt uit sociologische en onderwijskundige studies (zie bijv. Tett, 2004). De vraag is vervolgens welk effect dat heeft op hun drijfveren, motieven en ambities.

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, 'er bij kan horen' en tenminste gelijkwaardig is aan hen die in meer fortuinlijke sociaal-economische 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 sociaal-economische achtergrond hebben we gemeten middels 'beroep vader'. Het beroep van de vader wordt doorgaans beschouwd als een zeer goede indicator van de sociaal-economische klasse waar men uit afkomstig is.

Voor 16 van de 21 CEO's hebben we het beroep vader kunnen opsporen. Slechts twee van de zeven CEO's van de goede banken is afkomstig uit een

laag sociaal-economisch 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 slechte banken daarentegen zijn er zes afkomstig uit lage sociaal-economische 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 (octrooi advocaat). Als we laag, midden en hoog sociaal milieu scoren met respectievelijk 0, 1 en 2 punten, dan is de gemiddelde score voor de CEO's van de slechte banken 0,4 en die van hun collega's 1,3. De CEO's van de slechte banken zitten, gemiddeld, in het onderste kwartiel en de CEO's van de goede banken in het derde sociaal-economisch kwartiel. Dit verschil qua sociaal-economische afkomst van de CEO's is statistisch significant op 90 procent niveau.

Deze analyse bevestigt de hypothese dat CEO's die afkomstig zijn uit lagere sociaal-economische 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 zo ver dat zij als CEO onverantwoorde risico's namen. Tot op het punt dat zij het voortbestaan van de bank op het spel zetten.

Een alternatieve voor een relatief sterke geldingsdrang is het ontbreken van een vader als mogelijkheid voor positieve identificatie. In zekere zin ontbreekt de vader of is hij negatief aanwezig, hetgeen de "jongeling" bemoeilijkt in het accepteren van gezagsfiguren, van externe autoriteit, zie ook Stein (2007) en van de Loo (2008).

Exogeen versus endogeen, mono versus multi

Kort wil ik hier iets zeggen over de gehanteerde onderzoeksmethodologie. Er is veel onderzoek gedaan naar de relatie tussen de kwaliteit van corporate governance en ondernemingsprestaties. Voor goede overzichtsstudies zie bijv. Bebchuck en Weisbach (2010) en Agrawal en Knoeber (2013). Twee soorten onderzoek kunnen worden onderscheiden. Studies die de determinanten van corporate governance als exogene variabelen beschouwen (bijv. Gompers, Ishii en Metrick, 2003) en studies die de determinanten van corporate governance als

endogene variabelen beschouwen, waarbij verondersteld wordt dat kwaliteit van governance en ondernemingsprestaties simultaan worden beïnvloed door een derde factor, bijvoorbeeld de opportunity set van investeringsmogelijkheden of door de bedrijfstak waarin de onderneming opereert (bijv. Wessels en Wansbeek, 2014).

De analyses die in deze oratie zijn gepresenteerd vallen in de eerste categorie. Niet alleen de analyses over de governance factoren, maar alle tot nu toe besproken verschillenanalyses tussen de goede en slechte banken. De onderzochte determinanten zijn bovendien ieder afzonderlijk geanalyseerd (*single indicator*). Deze aanpak kan problemen van endogeniteit met zich meebrengen, in het bijzonder problemen van simultaneïteit, meetfouten (*measurement error*) en weggelaten variabelen (*omitted variables*), zie ook Roberts en Whited (2013). In verder onderzoek zullen we ook multivariate analyses uitvoeren, gebruik makend van logit of probit modellen. Dat heeft echter in dit geval ook een belangrijk nadeel omdat de *single-indicator* resultaten in deze oratie zijn gebaseerd op een *pair wise* analyse waarbij elke slechte bank is gekoppeld aan een goede bank, op basis van de omvang (balanstotaal). Omdat de grootte van een bank een statistisch significant onderscheidende factor is, zoals we eerder zagen, heeft een *pair wise* analyse belangrijke voordelen. In een probit of logit model is een dergelijke *pair wise* analyse niet mogelijk, de kracht en betekenis van de koppels verdwijnt dan.

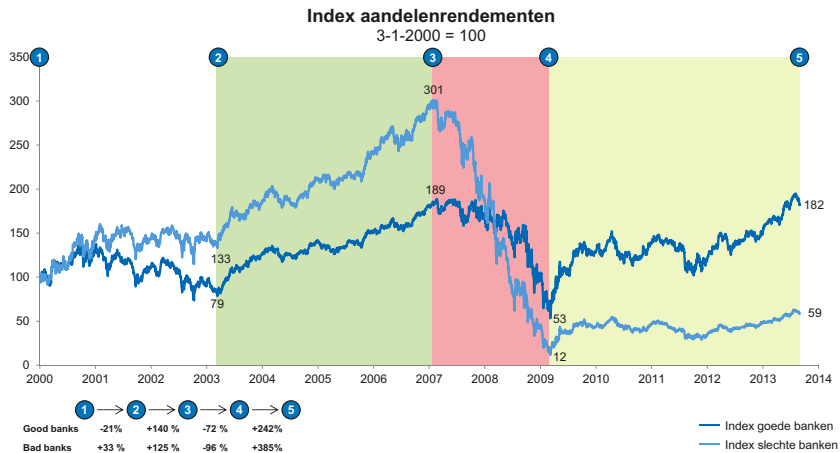
Geen governance zonder finance

Hoe beoordeelden financiële markten beide groepen banken; wat waren de aandelenrendementen van slechte en de goede banken voor, tijdens en na de crisis? Een opmerkelijk beeld verschijnt, zoals afgebeeld in Figuur 1. Die grafiek toont de aandelenrendementen (koerswinst plus dividend) van beide groepen banken, geïndexeerd op 100 op 1 januari 2000. Het aandelenrendement van de slechte banken in de aanloop naar de crisis was ruim twee keer zo hoog (201%) dan dat van de goede banken (89%). Dat is lastig te begrijpen, aangezien de onderliggende rentabiliteit van de goede banken beduidend hoger was en de groei van beide groepen banken gelijk was.

Een eventueel verschil in dividendrendement is ook niet de verklaring, in tegendeel. 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 slechte banken is echter lager dan dat van de goede banken, niet hoger. Het dividendrendement van de goede banken bedroeg over de periode 2000 – februari 2007 14% van hun totale aandelenrendement, versus 18% bij de slechte banken.

Figuur 1. Aandelenrendementen van de goede en de slechte banken



Vervolgens, niet verrassend, stortten de koersen van de slechte banken vanaf februari 2007 veel harder in dan die van de goede banken. Maar liefst 96% van marktwaarde van de slechte banken verdwijnt in een periode van twee jaar als sneeuw voor de zon, terwijl de goede banken ‘slechts’ 72% van hun marktwaarde zien verdwijnen. De genomen risico’s en enorme afboekingen worden zichtbaar en bij de slechte banken worden de kleren van de keizer onthuld. En dan de fase van herstel, vanaf het dieptepunt in februari 2009. Die laat zien dat de slechte banken echt slecht zijn, ze herstellen nauwelijks, in tegenstelling tot de goede banken. Alhoewel op het hoogtepunt de aandelenrendementen van de slechte banken ruim twee keer zo hoog waren dan die van de goede, eindigen de goede banken op een niveau van 182 en de slechte banken op 59. Uiteindelijk is het aandelenrendement van de goede banken, over de gehele periode, 82%, terwijl de slechte banken een aandelenrendement laten zien van minus 41%.

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

Ghandi in governance – tot besluit

Waar brengt ons dit? Op de eerste plaats inzicht in de naakte feiten. Dat de slechte banken grotere risico's namen dan de goede 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 hypotheek en securitisaties zonder dat de *originator* nog betrokken was boven kwamen drijven. Ook vooraf, in de aanloop naar de crisis was de relatief lage solvabiliteit van de slechte banken duidelijk zichtbaar. Niet omdat zij intrinsiek winstgevender waren dan de goede banken, in tegendeel, de winstgevendheid van de slechte banken was 32% *lager* dan die van de goede banken. Maar omdat zij bewust een hoger risico namen. Daarnaast waren de slechte banken ruim twee keer zo groot als de goede banken. En grootte gaat gepaard met organisatorische complexiteit, bureaucratie, grotere agency problemen, intransparantie en dientengevolge grotere onbestuurbaarheid en dito risico's.

Was de governance van de slechte banken dan zo slecht dat alle rode vlaggen niet werden gezien of werden zij wel gezien maar werd er niet ingegrepen door hun *boards* of aandeelhouders? Nee, met de (formele) governance was niets mis, zij was althans niet slechter dan die van de goede banken, integendeel. Het management van de goede banken had in vergelijking met dat van de slechte banken 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 toezichthouders dan welke andere sector dan ook, zakte met donderend geraas door het ijs. De conclusie lijkt onvermijdelijk dat (formele) governance niet in staat is perverse drijfveren en motieven te corrigeren. Wetten, regels, risicomangement, toezichthouders, accountants, Basel I, II, ... bleken niet in staat ongelukken of zelfs rampen te voorkomen.

Wat dan wel? Het was niet goed gesteld met de financiële prikkels en de persoonskenmerken van de CEO's van de falende banken. Hun cash bonussen waren bijna twee keer zo hoog als die van hun 'goede' collega's en tien keer zo hoog als hun vaste jaarsalaris. Hun narcisme scores was bijna twee keer zo hoog. Zij lijken relatief ijdel en hebben een (te) sterk ego, beschouwden zichzelf belangrijker dan de bank die zij moesten dienen en hadden waarschijnlijk een overmatige behoefte aan macht, prestige en glamour. Ruim een derde van hen lukte het niet een langdurige huwelijksrelatie aan te gaan.

Zo'n twee derde van de CEO's van de slechte banken was afkomstig uit een lagere sociaal-economische klasse, wat wellicht gepaard gaat met bovenmatige geldingsdrang of leidt tot een grotere kans op autoriteitsconflicten wanneer zij zelf hogerop geraken. Afkomst uit een lager sociaal-economisch milieu is blijkbaar een risicofactor.

Tenslotte zagen we dat de zogenaamd slechte banken ook echt intrinsiek slechter lijken te zijn. Niet alleen vanwege de deconfitures tijdens de financiële crisis, maar omdat zij na het dieptepunt in 2009 niet in staat waren zich te herstellen. Hun aandelenkoers plus dividend lag eind 2013 41% onder het niveau van 2000 terwijl de goede banken 82% daarboven uitkwamen. Oftewel 3,8% negatief jaarlijks aandelenrendement voor de slechte banken versus jaarlijks 4,5% positief voor de goede banken, een verschil van 8,3% rendement per jaar.

Vervolgens helpen de naakte feiten ons de oorzaken van falende boards beter te begrijpen en bieden zij daarmee handvatten voor effectievere boards. Als eerste de machteloosheid van formele governance, papieren tijgers en ook van extern toezicht.¹³ *Corporate governance als illusie*, was de alternatieve titel die ik voor mijn oratie in gedachten had. Waarom is (formele) governance machteloos? Omdat het bloed kruipt waar het niet gaan kan. Omdat financiële prikkels en persoonskenmerken van leiders sterker zijn dan welk set regels, controlesysteem

¹³ Op de voorpagina van Het Financieele Dagblad van 31 mei 2014 uiten commissarissen en bestuurders uit de financiële sector kritiek op de toezichhouders AFM en DNB. De AFM reageerde met "De financiële crisis heeft aangetoond dat toezicht hard nodig is" en DNB met "De financiële crisis heeft juist geleerd dat de financiële sector niet zonder vasthoudend en indringend toezicht kan". Zeker, op de eerste plaats bestuurders en commissarissen van banken hebben gefaald, maar scherpere regels en strenger toezicht kunnen niet de oplossing zijn. Dat raakt niet de kern en is niet effectief, zoals uit het onderzoek dat in deze oratie is gepresenteerd naar voren komt (Als de zeden ontbreken zijn wetten onuitvoerbaar, ...).

of raden van commissarissen dan ook. Of zoals mijn favoriete uitspraak van een van de grondleggers van de sociologie, Emile Durkheim, luidt: “Als de zeden ontbreken zijn wetten onuitvoerbaar. Als de zeden toereikend zijn, zijn wetten overbodig”.

Darwin's gedurende miljoenen jaren door natuurlijke selectie gevormde mens strijdt niet alleen met grote zielen als Gandhi, maar vooral met ons, wij kleine zielen. Wij kleine zielen willen een beschaafde wereld creëren; we willen wel, maar evolutionair gezien kunnen we niet. Dat levert een permanente spanning op, tussen willen en kunnen, tussen droom en daad (Elschot, 1910).¹⁴ Zolang we ons dat maar realiseren, en niet de illusie hebben dat papieren tijgers het werk wel voor ons zullen opknappen. Dat besef is een eerste stap op weg naar beter bestuur. In plaats van triomfantelijke teksten als ... *the era of low standards and false profits is now over* ..., wanneer het zoveelste dikke pak governance papier wordt gelanceerd.

De legende Ghandi herbergt twee boodschappen in zich, die op gespannen voet staan met elkaar. Op de eerste plaats laat hij ons zien waar een mens, een individu, toe in staat is. Hoe één kleine man miljoenen kan inspireren en met geweldloze ongehoorzaamheid het Britse koloniale bewind op de knieën kreeg. Geloof in onze eigen, kleine idealen. Niet opgeven, met de waarheid als kompas. *The story of my experiments with truth*, was de titel die Gandhi zijn autobiografie meegaf. Een zoektocht naar waarheid, naar oprecht en rechtvaardig leven, zonder geweld en zonder angst voor autoriteit of eigen leven. “Er zijn doelen waarvoor ik zou willen sterven, maar geen waarvoor ik zou willen doden”. Met andere woorden, leven als Gandhi. Zo simpel is het.

¹⁴ ... tussen droom en daad staan wetten in de weg (maar niet heus, zoals we nu weten, KC) en praktische bezwaren, en ook weemoedigheid, die niemand kan verklaren, en die des avonds komt, wanneer men slapen gaat.

Echter, er is maar één Gandhi, en dan misschien nog Martin Luther King en wellicht Nelson Mandela en Socrates, maar heel veel langer is de reeks grote zielen niet. Bovendien is het niet ongevaarlijk, een grote ziel te zijn, Gandhi, Martin Luther King en ook Socrates zijn vermoord vanwege hun idealen. Ook al moeten we blijven zoeken naar de waarheid en onze eigen kleine idealen nastreven, Darwin blijft ons parten spelen. Realisme dwingt ons te erkennen dat goed bestuur geen vanzelfsprekendheid is, integendeel. We zijn een stelletje goedbedoelende, maar agressieve, liegende en bedriegende primaten (Kets de Vries, 2003). Goed bestuur is tegen de natuur.

Hoe Darwin en Ghandi te verzoenen? Leiderschap afschaffen is geen optie. Slechter dan slechte leiders is geen leider. Toen Frans de Waal de agressieve Chimpansee-leiders uit de groep verwijderde brak de pleuris uit, complete chaos. Een ander soort leiderschap dus, en ander toezicht. De waarheid en onze kleine idealen nastreven en tegelijkertijd bedenken wat we kunnen doen om ons eigen falen te bedwingen. Door te trachten de waarheid te spreken, maar met liefde en respect. Parrhesia, volgens Foucault de moed tot waarheid spreken, maar in oorsprong de *plicht* tot waarheid spreken, deed Socrates kiezen voor de gifbeker. Waarom is het zo lastig oprecht te spreken, met het oog op de waarheid en voor de ondernemingen die we moeten dienen? Omdat we alleen als kuddedieren konden overleven. Het was op de savannes van Oost Afrika niet een kwestie van er bij willen horen, maar er bij moeten horen. Als je je isoleert van de kudde overleef je niet. Als je als dissidente commissaris de waarheid spreekt, de ander aanspreekt, word je misschien uitgestoten, sta je alleen. En alleen ga je het niet redden. “En bovendien kun je buiten de groep – lees board – helemaal niets meer bereiken” luidt dan het welgemeende excuus. “Maar zelfs als je een minderheid van 1 bent, de waarheid blijft de waarheid”, schreef Gandhi. En de waarheid zal tenslotte zegevieren. Dat hebben ons al die schandalen wel geleerd. Die bestuurders zitten nu in de gevangenis of alleen thuis. Zwijgen is ook gevaarlijk.

Om het risico uit de groep te worden gestoten te beperken zouden commissarissen en bestuurders elkaar kunnen helpen een veilige omgeving te creëren, door dat onderling te bespreken en afspraken te maken over de plicht tot waarheid spreken. Afspreken dat iedereen zal worden gehoord en slechts met oprechte argumenten zal worden aangesproken. Niet alleen de voorzitter, maar iedereen heeft als taak elkaar daar op aan te spreken en de ander uit te nodigen

te spreken, *franc-parler*. Om undiscussables discussable te maken. Spreken is zilver en zwijgen is goud, maar wie zwijgt stemt toe, en spreekt daarmee door te zwijgen. Het is mogelijk te liegen zonder te spreken.

Niet het individu, wel het collectief, kan ook *biases* uit de boardroom bannen. Enkele veel voorkomende *biases* zijn *anchoring*, *framing*, *confirmation* en *groupthink* (Lückerath, 2014-a, 2014-b). Biases zijn veelal onbewust, maar hoe het onbewuste bewust te maken? Dat kan alleen de ander doen. Door af te spreken elkaar daar op te wijzen, in een veilige omgeving, en de ander daarop aan te spreken.

Goed bestuur is tegen de natuur. Daarom moeten we de natuur een handje helpen. *Low standards and false profits* kunnen niet worden bestreden met papieren tijgers. De wetgever is dat nog het minst aan te rekenen, hij heeft geen ander instrument in handen. Commissarissen daarentegen beschikken over alle middelen om bestuurders en elkaar aan te spreken op hun teksten, hun doen en hun laten. Zij willen wel maar hun evolutionaire genen verhinderen hen soms het goede te doen. Het board collectief, waar zij zelf deel van uitmaken, moet hen daarbij helpen. Het evolutionaire tekort van kleine zielen is de kracht van de kudde.

Ik heb gezegd.

Literatuur

- Admati, A. en M. Hellwig (2013) *The bankers' new clothes; what's wrong with banking and what to do about it*, Princeton University Press.
- Agrawal, A. en C.R. Knoeber (2013) "Corporate governance and firm performance", in C.R. Thomas and William Shughart II, editors, *Oxford Handbook of Managerial Economics*, Oxford University Press, New York.
- Arulmani, G., D. van Laar en S. Easton (2003) "The Influence of Career Beliefs and Socio-Economic Status on the Career Decision-Making of High School Students" *International Journal for Educational and Vocational Guidance*, 3(3), 193-204.
- Bebchuck, L.A. en J.M. Fried (2004) *Pay without performance; the unfulfilled promise of executive compensation*, Harvard University Press.
- Bebchuk, L.A. en M.S. Weisbach (2010) "The state of corporate governance research", *Review of Financial Studies*, 23, 939-961.
- Bowden, M. en J. Doughney (2010) "Socioeconomic status, cultural diversity and the aspirations of secondary students in the western suburbs of Melbourne, Australia" *Higher Education*, 59(1), 115-129.
- Cools, K., 2005, "Controle is goed, vertrouwen nog beter," Van Gorcum, Assen.
- Cools, K en L. Jeurissen (2012) "Vertrouwen in de economie", *Wijsgerig Perspectief*.
- Cools, K. en J. Winter (2007) "Spelregels op de apenrots; leren omgaan met fragiel vertrouwen", *Het Financieele Dagblad*, 2 februari.
- Cools, K. en J. Winter (2013) "External and Internal Supervision: How to Make It Work?", in *Financial Supervision in the 21st Century*
- Darwin, C. (1859) *On the Origin of Species by Means of Natural Selection, or the Preservation of Favoured Races in the Struggle for Life*, John Murray, Londen.
- Darwin, C. (1871), *The Decent of Man; and Selection in Relation to Sex*
- Davis, S. (2009) *Chairing the Board; The Case for Independent Leadership in Corporate North America*, Milstein Center for Corporate Governance and Performance, Yale School of Management.
- Elschot, W. (1910) *Het huwelijk*.
- Engels, E.-M. (2006) "Charles Darwin's moral sense – on Darwin's ethics of non-violence", in *Annals of the History and Philosophy of Biology*, Band 10/2005, Universitätsverlag Göttingen
- Frentrop, P. (2002) *Ondernemingen en hun aandeelhouders sinds de VOC; corporate governance 1602-2002*, uitgeverij Prometheus.

- Ghandi, M.K. (1940) *An Autobiography or The Story of My Experiments with Truth*
- Gompers, P., J. Ishii en A. Metrick, (2003), "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Kamath, M.V., (2007), *Gandhi, a spiritual journey*.
- Kets de Vries, M., (2003), *Leiders, narren en bedriegers*
- Loo, E. van de (2008) *De schaduw van de verandering*, oratie, Vrije Universiteit Amsterdam.
- Loo, E. van de (2014) *Schaduw in de boardroom*, oratie, Tilburg University Press.
- Lückerath-Rovers, M. (2014-a) "Ook al is een raad van commissarissen klaarwakker, toch kan alles in de soep lopen", *Het Financieele Dagblad*, 9 mei.
- Lückerath-Rovers, M. (2014-b) *Bouwstenen van High Performing Boards*, oratie, Tilburg University Press.
- Modigliani, F. en M. Miller (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *The American Economic Review*, 48(3), 261-297
- Roberts, M.R. en T.M. Whited (2012) "Endogeneity in empirical corporate finance", in G.M. Constantinides, M. Harris, en R.M. Stulz, editors, *Handbook of the Economics of Finance*, Volume 2A, Elsevier.
- Shleifer A. en R. Vishny (1997) "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, vol. LII.
- Stein, M. (2007) "Oedipus Rex at Enron: Leadership, Oedipal struggle and Organisational Collapse", *Human Relations*, 60(9), 1387-1410.
- Tett, L. (2004) "Mature working-class students in an 'elite' university: Discourses of risk, choice and exclusion", *Studies in the Education of Adults*, 36(2), 252-264.
- Vugt, M. van en A. Ahuja (2011) *De natuurlijke leider; waarom sommige mensen leiden en anderen volgen. Lessen uit 2,5 miljoen jaar leiderschap*, A.W. Bruna Uitgevers.
- Waal, F. de (2009) *Een tijd voor empathie; wat de natuur ons leert over een betere samenleving*, uitgeverij Contact.
- Wessels, R. en T. Wansbeek (2014) *What is the relation (if any) between a firm's corporate governance arrangements and its financial performance?* CESifo Working Paper No. 4599.

Colofon

copyright

Kees Cools

vormgeving

Beelenkamp ontwerpers, Tilburg

fotografie omslag

Maurice van den Bosch

druk

PrismaPrint, Tilburg University

Prof. dr. Kees Cools RA is hoogleraar Corporate Finance en Governance aan Tilburg University, TIAS School for Business and Society en partner bij Strategy& (voorheen Booz & Company). Hij studeerde economie en filosofie en deed een post-doctorale studie accountancy aan de Universiteit van Tilburg, waar hij in 1993 bij Prof. dr. P.W. Moerland promoveerde op het terrein van de corporate finance.

Hij was eerder hoogleraar Corporate Finance aan de Rijksuniversiteit Groningen (1999-2012), werkzaam bij The Boston Consulting Group (1993-2009) en lid van de eerste Corporate Governance Monitoring Commissie ('commissie Frijns').

Colofon

copyright

Kees Cools

vormgeving

Beelenkamp ontwerpers, Tilburg

fotografie omslag

Maurice van den Bosch

druk

PrismaPrint, Tilburg University