



INTERNE EN EXTERNE FINANCIËLE GEDRAGSFOUTEN: IRRATIONELE MANAGERS EN DE WEG NAAR FRAUDE

Willem Schramade

IRRATIONELE MANAGERS

‘Ik koop bedrijven die zo geweldig zijn dat zelfs een idioot ze kan leiden, want vroeg of laat komt er een idioot aan het roer te staan.’

– Warren Buffett

Gedragsfouten van managers kunnen extreem kostbaar zijn voor bedrijven. Bijvoorbeeld omdat risico's worden onderschat, beslissingen niet goed worden geanalyseerd of falende projecten te lang worden voortgezet. Marktfouten kunnen een en ander zelfs nog verergeren: een te hoge waardering geeft het management ten onrechte het idee dat het op de goede weg is, terwijl verwachtingen worden ingeprijsd die onmogelijk te realiseren zijn. Daarbij kan de druk op het management om te presteren zo groot worden dat fraude heel verleidelijk wordt.

Volkswagen, Ahold, Enron, Tyco, Parmalat, Imtech – het zijn slechts enkele van de vele bedrijven die de afgelopen jaren grote schandalen veroorzaakten. Bij veel van dergelijke schandalen speelden fouten van de markt weliswaar een rol (zie mijn andere bijdrage aan dit nummer), maar lagen fouten van managers aan de grondslag van het falen. In dit artikel staan dergelijke fouten van managers centraal – ook wel ‘interne fouten’ genoemd, in tegenstelling tot de externe fouten van de markt, dat wil zeggen fouten gemaakt door partijen buiten de onderneming. Op de een of andere manier kunnen ook hoog intelligente mensen zeer irrationeel gedrag vertonen.

In dit artikel ga ik eerst in op de vragen waarom managers irrationeel gedrag vertonen, wat voor fouten ze maken en hoe irrationeel management te herkennen valt. Vervolgens beschrijf ik hoe dat irrationele gedrag zich uit in financierings- en investeringsbeslissingen;

hoe het, vaak in interactie met marktfouten, kan leiden tot excessen zoals fraude; en wat voor remedies er voor irrationele managers zijn.

MANAGERS ZIJN NOG IRRATIONELER DAN GEWONE MENSEN

Er zijn veel aanwijzingen dat mensen vaak verre van rationeel handelen. Simon (1955) wees er al op dat de rationaliteit van menselijke besluitvorming wordt beperkt door de beschikbaarheid van informatie en tijd, gebrekkige probleemomschrijvingen en cognitieve beperkingen. Verder is uit onderzoek onder andere gebleken dat de meerderheid van de bevolking het eigen gedrag als rationeler of beter dan gemiddeld beschouwt (Weinstein, 1980) en dat mensen zich nauwelijks bewust zijn van hun tekortkomin-

gen, vooral als die groot zijn (Kruger & Dunning, 1999). De meeste mensen overschatten de kansen op gebeurtenissen waarmee ze bekend zijn (*availability bias*), hechten teveel waarde aan stereotypen, en zijn geneigd successen aan zichzelf en falen aan anderen toe te schrijven (zelfattributie).

Bovendien zijn topmanagers nog optimistischer en overmoediger dan 'normale' mensen. Volgens Goel & Thakor (2008) zijn daar tenminste twee redenen voor. Ten eerste is er het selectie-effect: deze mensen hebben al de ambitie om topmanager te worden, waardoor relatief veel overmoedige of overoptimistische mensen manager worden. Ten tweede wordt hun zelfattributie versterkt door een toernooi-effect: iedere keer als ze promotie maken of succesvol een project afronden, worden zij bevestigd in hun overtuiging dat ze goed zijn – ook als het succes door geluk tot stand kwam.

Daarnaast neemt de kans op irrationeel gedrag bij managers nog toe onder bepaalde omstandigheden. Denk aan complexiteit van beslissingen, zoals bij grote investeringsbeslissingen; falende corporate governance; of een disfunctionele ondernemingscultuur met slechte groepsdynamiek.

Verder rapporteren Babiak e.a. (2010) dat er onder managers ongeveer drie keer zoveel psychopaten voorkomen (drie procent van de managers) als onder de gehele bevolking (één procent). Gelukkig zijn de percentages zelf niet al te hoog.

GROEPSDYNAMIEK

In principe kunnen groepen betere beslissingen nemen dan individuen. In een groep kunnen immers diverse meningen bestaan en de leden van de groep kunnen elkaar feedback geven. Als een groep tot betere beslissingen komt dan de beste individuen die er deel van uitmaken, dan wordt gesproken van een effectieve groep. Het andere uiterste is *groupthink*, waarbij informatie slecht wordt gedeeld en een fatale tunnelvisie kan ontstaan doordat men onbewust een consensus van gedeelde illusies creëert. Tetlock & Gardner (2016) geven het voorbeeld van de

slechte besluitvorming rond de mislukte invasie van de Varkensbaai op Cuba in 1961. Er zaten bijzonder veel haken en ogen aan het plan voor die invasie. Die tekortkomingen waren bovendien eenvoudig op te merken, maar werden niet aan de orde gesteld, ondanks de directe betrokkenheid bij de besluitvorming van zeer ervaren en getalenteerde mensen. Daar werd overigens wel van geleerd. President Kennedy gaf na het fiasco meteen opdracht het falen te analyseren, waarbij gebrek

aan scepsis als voornaamste oorzaak werd geïdentificeerd. In de Cubacrisis, die er snel op volgde, kon dezelfde groep mensen wel tot goede beslissingen komen.

NARCISME

Nog extremer dan overmoed of te groot optimisme is narcisme. Dat is een vorm van gedrag waarbij men geobsedeerd is door de eigen persoonlijkheid. Narcisten hebben een opgeblazen zelfbeeld, met een zelfvertrouwen dat hoog lijkt maar in feite heel fragiel is. Ze zijn daarom voortdurend op zoek naar bevestiging en omringen zichzelf het liefst met jaknikkers die hen die bevestiging kunnen bieden. Volgens Chatterjee & Hambrick (2007) kunnen narcistische topmanagers (en CEO's in het bijzonder) grote invloed uitoefenen op een organisatie. Ten eerste brengen ze vaak een grote strategische dynamiek: groots en meeslepende strategische plannen die zich uiten in grote en gewaagde stappen, zoals riskante overnames of het betreden van moeilijke nieuwe markten. Ten tweede (en dat is een gevolg van het eerste) leiden ze tot extreme en fluctuerende prestaties van de organisatie. Bij beursgenoteerde ondernemingen kan die strategische dynamiek bovendien leiden tot hoge verwachtingen van beleggers – of juist uiterst lage, als ze hem niet geloven. Een managementfout kan dan dus leiden tot een marktfout.

IRRATIONEEL MANAGEMENT HERKENNEN

Juist omdat irrationele managers zoveel schade kunnen aanrichten, is het heel handig om hen te kunnen herken-

EEN TE HOGE
WAARDERING KAN HET
MANAGEMENT TEN
ONRECHTE HET IDEE
GEVEN DAT HET OP DE
GOEDE WEG IS

nen. In academisch onderzoek is een correlatie geconstateerd tussen managementirrationaliteit en verschillende indicatoren. Managers met de volgende kenmerken blijken gemiddeld overmoediger te zijn:

- Te lang vasthouden aan opties (zogenoeten 'longholders', zie Malmendier & Tate, 2005)
- Militaire ervaring (Malmendier e.a., 2011)
- Vliegbrevet (Cain & McKeon, 2016)
- Zwakker rapporteren en winstdoelstellingen vaak niet halen (Hribar & Yang, 2016)
- Veel media-aandacht (Malmendier & Tate, 2005).

Juist minder overmoedig zijn managers met de volgende kenmerken:

- Vrouwen (Huang & Kisgen, 2013)
- CFO's (versus CEO's; Ben-David e.a., 2010)
- Aanhouden van veel kasgeld (Dittmar & Duchin, 2016)
- Ervaring met diepe economische crises (Malmendier e.a., 2011).

Maar er zijn ook waarschuwingssignalen te destilleren uit de grote schandalen. Neem de ondergang van Enron: een zeer arrogante CEO ('I am damn smart,' zei Jeff Skilling over zichzelf); een zelf misleidend boekhoudsysteem waarin activa tegen marktwaarde werden opgenomen en schulden buiten de balans werden verstoppt; een machocultuur met motorraces en feestjes met prostituees; een zeer subjectief en politiek belonings- en evaluatieproces, waarbij mensen mochten stemmen over het functioneren van hun directe collega's; en het ontbreken van een gestructureerd proces voor investeringsbeslissingen. Ieder op zich zeggen deze factoren niet zoveel, maar in combinatie kunnen ze een belangrijk signaal afgeven.

Wat betreft het herkennen van narcisten in het bijzonder noemen Chatterjee & Hambrick (2007) de volgende indicatoren: prominent opgevoerd in persberichten en met hun foto in het jaarverslag; de CEO gebruikt veel de eerste persoon enkelvoud; een relatief hoge betaling ten opzichte van de overige leden van de raad van bestuur. Andere auteurs

hebben ook de volgende indicatoren van narcisme genoemd: opzichtige kantoren en slaapkamers; opschepperige persoonlijke websites; symbolen van opzichtige consumptie, zoals jachten; vijftigers en zestigers die getrouwd zijn met mooie jonge vrouwen ('trophy wives') en al enkele keren gescheiden zijn.

IRRATIONALITEIT IN FINANCIËLE BESLISSINGEN

Bij financiële beslissingen komt irrationeel gedrag op verschillende manieren tot uiting onder managers. Ten eerste is er overmatig zelfvertrouwen: managers onderschatten het risico dat projecten slechter uitpakken dan verwacht. In statistische termen: de standaarddeviatie wordt onderschat; men spreekt dan ook wel van te nauwe betrouwbaarheidsintervallen (Ben-David e.a., 2010). Ten tweede is er excessief optimisme: managers overschatten de verwachte winsten of kasstromen van projecten en de kans op goede marktontwikkelingen. Statistisch: het gemiddelde wordt overschat. Er is veel bewijs voor deze irrationaliteit. Zo constateerden Graham e.a.. (2013) dat 80 procent van de Amerikaanse CEO's en 66 procent van de Amerikaanse CFO's veel optimistischer is dan de gemiddelde mens. Verder blijkt keer op keer dat veel grote projecten te laat en boven budget worden afgerond; dat in strategische plannen vaak geen rekening wordt gehouden met de reacties van de concurrenten; en dat

veel overnames niet de verwachte resultaten opleveren. Bovendien bleek de meerderheid van de topmanagers bereid om de winst op korte termijn te manipuleren ten koste van de waardecreatie op lange termijn (Graham e.a., 2005).

Dat is problematisch voor de klassieke financieringstheorie en haar aannames en conclusies. Die gaat er namelijk van uit dat financieringsbeslissingen (hoe trek ik vermogen aan? Wat voor vermogen? En wanneer keer ik het uit of koop ik het

in?) los staan van investeringsbeslissingen (welke projecten creëren de meeste waarde? Welke projecten moet

**NARCISTISCHE
TOPMANAGERS
BRENGEN VAAK EEN
GROTE STRATEGISCHE
DYNAMIEK: GROOTSE
EN MEESLEPENDE
STRATEGISCHE
PLANNEN DIE ZICH
UITEN IN GROTE EN
GEWAAGDE STAPPEN**

ik wel of niet doen?). In het geval van marktfouten komt die aanname op losse schroeven te staan. Financieringsbeslissingen en investeringsbeslissingen kunnen elkaar beïnvloeden. Bovendien kunnen bij beide soorten beslissingen interne fouten worden gemaakt.

FINANCIERINGSBESLISSINGEN: RISICO WORDT ONDERSCHAT

Managers maken veel fouten bij het inschatten van hun financieringskosten. Ze schatten zowel het marktrisico als de marktrisicopremie te laag in (Ben-David e.a., 2010). Het marktrisico betreft de koersfluctuaties op de beurzen. Dit wordt door managers op 6-7 procent per jaar geschat, maar in werkelijkheid is het 10-20 procent. De marktrisicopremie – het extra rendement dat de markt eist op marktconforme risico's ten opzichte van de risicovrije rentevoet – schatten managers in op 1-3 procent, terwijl de meeste academische studies rond de 5 procent uitkomen. Verder zijn managers geneigd de huidige marktomstandigheden door te trekken naar de toekomst ('extrapolatie-bias'), wat betekent dat ze na een financiële crisis veel meer risico zien dan ervoor. Bovendien denken veel managers dat minder riskante investeringen hogere rendementen met zich meebrengen, terwijl het tegenovergestelde doorgaans het geval is. Irrationaliteit blijkt ook uit de financieringsbeslissingen

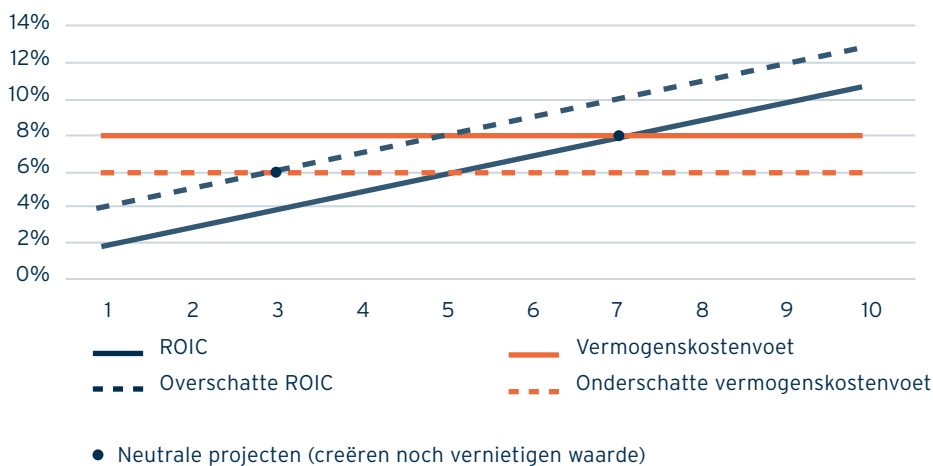
zelf. Zo laten De Angelo e.a. (1996) zien dat overoptimistische managers meer dividend betalen (hoewel ze ook al teveel investeren) omdat ze hun kasstromen overschatten. Ook gebruiken overoptimistische managers meer vreemd vermogen (leningen), in de veronderstelling dat de toekomstige winsten hoog genoeg zijn om aan rente- en aflossingsverplichtingen te voldoen (Malmendier e.a., 2005).

ROOSKLEURIGE INVESTERINGSBESLISSINGEN

Als managers de winstverwachtingen van projecten overschatten (excessief optimisme) en het risico op mislukking onderschatten (overmatig zelfvertrouwen), dan ligt het voor de hand dat ze teveel investeren. Dat blijkt ook te gebeuren. Malmendier & Tate (2005) vinden empirisch dat overmoedige managers de rendementen op hun investeringen structureel overschatten en ook meer investeren – behalve wanneer ze externe financiering nodig hebben, want die vinden ze vaak te duur, juist ook omdat ze het risico lager inschatten dan de externe financiers.

Volgens Gervais (2009) is managementovermoed extra schadelijk bij investeringsbeslissingen. Het gaat immers om zeer complexe beslissingen waarbij kasstromen moeten worden voorspeld voor een breed scala van uitkomsten, wat inherent moeilijk is. Bovendien krijgen managers nauwelijks de kans om te leren van dergelijke

FIGUUR 1. MOGELIJKE PROJECTSELECTIE: RATIONEEL VERSUS OVERMOEDIG



beslissingen: de frequentie ervan is laag en het duurt lang voordat duidelijk wordt of het project succesvol is. Leren is veel gemakkelijker als je veel vergelijkbare problemen tegenkomt waarbij de uitkomst meteen duidelijk is en de feedback helder (Lovallo & Kahneman, 2003).

De grafiek in figuur 1 laat stilistisch zien hoe het investeringsgedrag van een irrationele manager verschilt van dat van een rationele manager. Het uitgangspunt is het investeringscriterium dat uitsluitend die projecten worden geselecteerd waarvan het verwachte rendement hoger is dan het door de manager geëiste rendement. Dat betekent dat voor de rationele manager project 1 tot en met 6 afvallen, project 7 een twijfelgeval is en projecten 8-10 aantrekkelijk zijn. In het geval van een irrationele manager wordt het verwachte rendement echter overschat (de hellende lijn schuift naar boven) en het geëiste rendement (risico) onderschat (de vlakke lijn schuift naar beneden). Als gevolg daarvan zijn projecten 4 tot en met 7 alsnog attractief geworden (ogenschijnlijk althans), en komt het ogenschijnlijke 'break-even'-punt te liggen bij het in werkelijkheid zeer waarde vernietigende project 3.

VOORBEELD: THYSSENKRUPP

In 2007 kondigde staalfabrikant ThyssenKrupp aan dat het miljarden ging investeren in nieuwe staalfabrieken in de VS en Brazilië. Helaas deed het dat op de top van de hausse in grondstoffenprijzen, toen zowel staalprijzen als constructiekosten zeer hoog waren. ThyssenKrupp nam aan dat de vraag naar staal (en de staalprijs) hoog zou blijven en onderschatte bovendien de complexiteit van de beide investeringsprojecten. Daar kwam nog bij dat het op de kosten beknibbelde door derderangs aannemers in te huren, die vervolgens veel fouten maakten. Uiteindelijk werden de fabrieken veel later dan gepland in gebruik genomen en tegen veel hogere kosten. Intussen waren de staalprijzen hard gedaald, wat de verkopen en winstgevendheid van ThyssenKrupp hard raakte. De onderneming was gedwongen nieuw kapitaal op te halen tegen ongunstige voorwaarden. Interne gedragfouten (overmatig optimisme en overmoed) werden versterkt door externe fouten (te hoge staalprijzen en de beurskoers van ThyssenKrupp zelf).

Een ander gedragsprobleem is dat slecht werkende projecten vaak niet worden stopgezet, ook al zou dat vanuit het oogpunt van waardecreatie beter zijn. Dat komt door de zogeheten 'escalatie van commitment': naarmate managers zich meer met een project hebben geïdentificeerd, wordt het voor hen steeds moeilijker om toe te geven dat ze fout zaten, zowel tegenover zichzelf (spijt) als tegenover anderen (zichtbaarheid). Daarnaast speelt een rol dat mensen moeite hebben verliezen te nemen die in feite al zijn geleden: daarom worden vaak 'sunk costs' (reeds gemaakte kosten) meegenomen in berekeningen terwijl alleen de toekomstige kosten nog van belang zouden moeten zijn voor de besluitvorming. Verder is er de 'one discount rate fits all'-fout. Deze houdt in dat managers dezelfde risicomaatstaf (en dus rendementseis) gebruiken voor het gehele bedrijf, dus ook voor projecten die veel riskanter of juist veel minder riskant zijn. Het resultaat is dat riskante projecten ten onrechte wel worden uitgevoerd, terwijl minder riskante projecten niet worden uitgevoerd omdat het verwachte rendement ervan te gering wordt geacht.

Zelfs komt het voor dat managers een project zo graag willen doen dat ze besluiten tot de investering zonder überhaupt een schatting te maken van kosten en baten. Dit gebeurde onder andere bij Enron. Dat concern wilde zo graag actief worden in India, dat het spontaan besloot om er een elektriciteitscentrale te bouwen toen die mogelijkheid zich voordeed. Enron stak ruim een miljard dollar in het project, maar de centrale werd nooit afgebouwd.

OVERNAMES EN DE FIXATIE OP DE WINST PER AANDEEL

Fusies en overnames zijn in feite extreme vormen van investeringsbeslissingen: het gaat niet om het doen van een project, maar om de aanschaf van een hele onderneming (een collectie projecten). Naast de 'gewone' problematiek van investeringsbeslissingen (overschatting van de waarde, onderschatting van het risico) speelt hier ook nog de 'vloek van de winnaar' (*winner's curse*; Roll, 1986): het biedingsproces bij een overname heeft een asymmetrische uitkomst, want alleen de hoogste bieder telt en daarom hebben alleen positieve waarderingsfouten een

impact. Juist doordat overmoedige CEO's teveel betalen, maken ze ook de meeste kans een biedingsproces te winnen, de overname te realiseren en daarmee veel aandeelhouderswaarde te vernietigen (Malmendier & Tate, 2008). Daar staat tegenover dat overnamekandidaten die worden geleid door overmoedige CEO's ook hogere overnamepremies vragen en daarmee waarde creëren voor hun bestaande aandeelhouders (Liu & Taffler, 2009).

Bij fusies en overnames is er ook interactie met marktfouten: Moeller e.a. (2005) signaleren een zeer grote waardevernietiging in een klein aantal megadeals waarbij de bieder betaalde met haar eigen overgewaardeerde aandelen; dit gebeurde bijvoorbeeld bij de vorming van AOL Time Warner (meer daarover in mijn andere artikel in deze editie). Door te betalen met de eigen overgewaardeerde aandelen kon AOL de eigen overwaardering te gelde maken zonder een aandelenemissie te doen.

Een andere manier waarop managers bij overnames in de fout gaan betreft het nemen van 'short-cuts' door dubieuze waarderingsmethoden toe te passen, zoals de 'EPS accretion'-heuristiek. Daarbij gaat men ervan uit dat de deal goed is als de winst per aandeel erdoor stijgt – hoewel dat laatste louter het gevolg kan zijn van de verandering in vermogensstructuur en de waardecreatie van de transactie negatief kan zijn.¹

EXCESSEN EN DE INTERACTIE MET IRRATIONELE MARKTEN

Tot dusver zijn in dit artikel de zogeheten 'interne fouten' beschreven, de gedragsfouten van managers zelf. Die zijn op zich al schadelijk genoeg maar kunnen nog kostbaarder worden als tegelijkertijd ook (de in het zusterartikel in deze editie beschreven) externe fouten optreden. Gevaarlijk zijn vooral die situaties waarin de manager de markt volledig verkeerd inschat. Het ene uiterste is dat de manager denkt dat de markt de waarde van de eigen onderneming overwaardeert terwijl de on-

derneming in feite wordt ondergewaardeerd; de manager kan dan een veel te laag overnamebod accepteren. Het andere uiterste is dat de manager denkt dat de markt onderwaardeert terwijl de markt in feite overwaardeert. Vooral die laatste situatie is interessant en gevaarlijk.

Jensen (2005) spreekt wel van 'managerial heroin'. Deze combinatie van grote overwaardering (externe fout) en overmoedig management (interne fout) leidt er al snel toe dat bedrijven niet kunnen voldoen aan de steeds hogere verwachtingen. Immers, ze wakkeren de verwachtingen veel te hard aan en komen er dan achter dat ze niet haalbaar zijn. Dit brengt managers in de verleiding om te manipuleren, zowel bij het formuleren van doelen (denk aan de kleine lettertjes) als bij het bereiken daarvan. Immers, om aan

de druk te ontkomen, kunnen managers winstdefinities en dergelijke gaan veranderen om doelen gemakkelijker haalbaar te maken of doelen met terugwerkende kracht alsnog te halen. Jensen geeft drie tips om dit probleem te verminderen of voorkomen:

1. Verbeter de communicatie: managers moeten het zeggen als hun bedrijf overgewaardeerd is; ontwikkel een heldere taal voor het bespreken van overwaardering; praat regelmatig met *short sellers*, want die hebben een sterke mening over de manieren waarop het bedrijf teleur kan stellen.
2. Laat beloning afhangen van lange-termijnprestaties.
3. Behandel alle aandeelhouders – zowel de huidige als de toekomstige – hetzelfde.

Soms, zoals in het voorbeeld van Ahold hieronder, monden de bovengenoemde prikkels tot manipulatie uit in fraude – moedwillige misleiding voor persoonlijk gewin of om anderen te beschadigen. Schrand & Zechman (2012) onderscheiden twee soorten fraude:

· 'ex ante', ofwel voorbedacht. Een voorbeeld is Enron, waar het management haar handelaren aanspoorde tot illegaal gedrag. Zo werden er bewust stroomstoringen veroorzaakt in Californië om de elektriciteitsprijzen op te drijven. Verder maakte het bedrijf gebruik van dubieuze constructies om miljardenschulden buiten de

JUIST BIJ GROTE
EN COMPLEXE
BESLISSINGEN LIGT
HET GEVAAR VAN
IRRATIONALITEIT OP
DE LOER: DOOR DE
LAGE FREQUENTIE EN
LATE FEEDBACK IS HET
MOEILIJK OM ERVAN TE
LEREN

boekhouding te houden. Dat gebeurde jarenlang systematisch, maar toen het opgemerkt werd, stortte het bedrijf ook snel in elkaar.

· ‘slippery slope’, van het een komt het ander. Als managers hun doelen dreigen niet te halen, neemt de kans op winstverschuivingen en dubieuze boekhoudpraktijken toe, waarbij het vaak onduidelijk is op welk moment precies de grens met fraude wordt overschreden.

Ook is de kans op fraude groter bij overmoedig management (en in bedrijfstakken waar overmoedig management relatief vaker voorkomt), en neemt ze vaak geleidelijk toe wanneer de economie in de lift zit – terwijl fraude vaak pas zichtbaar wordt wanneer het economisch slechter gaat.

EEN NEDERLANDS FRAUDEVOORBEELD: AHOLD

Een spraakmakend Nederlands fraudevoorbeeld is het Ahold van rond de eeuwwisseling. In *Het drama Ahold* beschrijft Smit (2004) uitgebreid wat er fout ging. Het begon met slechte corporate governance, zoals De Jong e.a. (2007) documenteren, maar interne en externe fouten maakten het nog erger.

Vanaf eind jaren tachtig veranderde Ahold van een familiebedrijf geleid door leden van de familie Heijn in een onderneming geleid door ‘professioneel’ management, dat wil zeggen management dat al elders ruime ervaring had opgedaan. Helaas werd bij die transitie vergeten dusdanige structuren aan te brengen dat het professioneel management gedwongen werd echt rekenschap af te leggen. Immers, het bedrijf behield zware beschermingsconstructies (prioriteitsaandelen; certificaten; bindende nominaties; structuurregime; verwateringsopties) en een zwakke raad van toezicht (meeste leden niet onafhankelijk, niet genoeg tijd, of niet de juiste capaciteiten). De CEO was narcistisch en omringde zich met jaknikkers. De CFO was vooral een dealmaker en hield de boekhouding niet goed in de gaten. Bovendien bevorderde de beloningsstructuur het korte-termijndenken van het management doordat er grote optiepakketten werden verdeeld en topmanagers nauwelijks werden beloond in aandelen. Ook zaten de

‘gatekeepers’ in de markt er niet scherp op: er waren te nauwe banden met huisbank ABN AMRO, de accountants waren te langzaam, en de analisten van investeringsbanken waren niet kritisch genoeg – op één na, maar naar hem werd niet geluisterd.

Er ging dan ook veel mis. Ten eerste waren de doelen onrealistisch: 15 procent winstgroei per jaar in een markt die met slechts een paar procent per jaar groeide. Maar de analisten slikten het. Ten tweede was er een slecht overnamebeleid: Ahold deed teveel deals, waarvoor teveel werd betaald en waarover slecht was nagedacht. Dat bleek onder andere uit het gebrek aan synergie en strategische fit, de matige integratie in het concern en de rare contracten. In plaats van waardecreatie was de eerder beschreven winst per aandeel² het investeringscriterium. Verder was er een slechte financiële controle: de interne accountantsdienst nam teveel over van de externe accountants en de CFO was er vooral op uit zoveel mogelijk dochters te consolideren. Men hield er dubieuze boekhoudmethoden op na, met rare constructies en grote verschillen tussen de Nederlandse en de Amerikaanse rapportage, wat later ook het vertrouwen bij beleggers ondermijnde. Uiteindelijk gleed Ahold af naar fraude met verborgen contractuele verplichtingen (de beruchte ‘side letters’), dochters die ten onrechte werden geconsolideerd, en ‘vendor rebates’ die verkeerd werden voorgesteld. Toen alles uitkwam, stapten de CEO en de CFO op.

CORPORATE GOVERNANCE HELPT MAAR IS NIET VOLDOENDE

De corporate governance was een groot probleem bij Ahold. Goed aangepakt en uitgevoerd kan corporate governance een oplossing zijn voor interne en externe fouten. Corporate governance organiseert de distributie van rechten en verantwoordelijkheden onder de belanghebbers van de onderneming. Meerdere mechanismen spelen daarin een rol: regulering en wetgeving; raad van toezicht; stemrechten; eigendomsstructuur; beloningsstructuren; maar ook spelers buiten de onderneming, zoals accountants, aandelenanalisten en journalisten. Echter, een goede corporate governance-structuur is helaas niet voldoende om het irrationele gedrag van managers te beperken. Het toezicht lijkt traditioneel vooral

gericht op de beheersing van *agency*-kosten: managers in toom houden die de onderneming calculerend benaderen. Gedragsfouten waarbij de manager ook zichzelf misleidt stellen echter een heel andere uitdaging: dan gaat het om managers die denken waarde te maximaliseren maar falen door verkeerde methoden en aannamen. Prikkels tot risicozoekend gedrag, zoals opties, kunnen dan volledig verkeerd uitpakken. Dat besef begint gelukkig door te dringen. En in tegenstelling tot eerdere generaties leren studenten tegenwoordig over gedragsfouten: een gewaarschuwd mens telt voor twee. Al is ook dat wellicht een overschatting.

AANBEVELINGEN: OMGAAN MET INTERNE GEDRAGSFOUTEN

Gezien de beperkingen van corporate governance valt het aan te raden om ook op andere manieren de interne gedragsfouten te beperken. Idealiter stelt de raad van bestuur een plan van aanpak op om haar eigen gedragsfouten beperkt te houden en ziet de raad van commissarissen erop toe dat dit plan ook wordt uitgevoerd. De volgende twee punten kunnen een startpunt zijn voor zo'n plan, maar het zal daarnaast elementen moeten bevatten die rekening houden met de specifieke context van de onderneming.

Ten eerste is het een kwestie van aandacht hebben voor situaties waarin de kans op irrationeel gedrag extra groot is, zoals bij complexe investeringsbeslissingen, met een scherp oog voor het optreden van *groupthink*. Idealiter ontwikkelt de organisatie een cultuur van openheid en constructieve feedback, waarin men erop gebrand is van fouten te leren. Heterogeniteit (mits dat past bij de aard van de activiteiten) helpt daarbij, omdat men dan gemakkelijker 'advocaat van de duivel' speelt, juist waar het de eigen ideeën en veronderstellingen aangaat.

Bewustzijn omtrent de eigen ideeën en veronderstellingen is echter niet voldoende. Dat bewustzijn moet ook worden omgezet in concrete actie. Om dat te doen is het, ten tweede, aan te raden om gerichte 'debia-

sing'-technieken te hanteren. Shefrin (2007) haalt het voorbeeld aan van SRC. Dat bedrijf gebruikt normen, planning, informatie-uitwisseling en checklists om managers en medewerkers, op alle niveaus, rationeler

te laten werken. Thaler & Sunstein (2008) benadrukken in hun boek *Nudge* het belang van de keuzearchitectuur. Immers, de manier waarop een keuze tot stand komt (en de context of organisatie waarin dat gebeurt) bepaalt voor een groot deel welke keuze wordt gemaakt. Soll e.a. (2014) spreken van 'outsmarting your own biases' door eerst te onderzoeken waar de eigen fouten vandaan komen (verkeerd redeneren? te veel vertrouwen op intuïtie?). Zij ra-

den aan bij ieder probleem verscheidene inschattingen naast elkaar te leggen en bovendien een 'pre mortem' uit te voeren: een analyse vooraf van wat er allemaal verkeerd zou kunnen gaan.

—

De kosten van irrationeel management kunnen bijzonder hoog zijn, vooral als ze nog worden versterkt door externe fouten. Ze kunnen een onderneming zelfs fataal worden. Juist bij grote beslissingen ligt het gevaar op de loer. Gelukkig valt irrationeel gedrag te herkennen en te verminderen, mits men er oog voor heeft en zich niet in de luren laat leggen door narcisten met een goed klinkend verhaal. Warren Buffett koopt bedrijven die 'idiot-proof' zijn. Een alternatief is dat u als commissaris de idioten geen kans geeft om schade aan te richten.

Noten

1. Inwisseling van aandelen voor vreemd vermogen ziet er bijna altijd aantrekkelijk uit, aangezien de rentelasten lager zijn dan de kostenvoet van eigen vermogen (tegenwoordig soms zelfs onder de 0 procent!) en die rentelasten bovendien fiscaal aftrekbaar zijn. Dit levert de zogenoemde 'hefboomwerking' op, en een stijgende winst per aandeel. Echter, waarmee meestal geen rekening wordt gehouden, is dat het risico (en daarmee de vermogenskostenvoet) van het resterende eigen vermogen ook toeneemt.

2. Zie voetnoot 1.

Literatuur

- Babiak, P., C. Neumann & R. Hare (2010). Corporate psychopathy: Talking the walk. *Behavioral Sciences & the Law* 28/2, pp. 174-193.
- Ben-David, I., J. Graham & C. Harvey (2010). *Managerial miscalibration*. No. w16215. National Bureau of Economic Research.
- Cain, M. & S. McKeon (2016). CEO personal risk-taking and corporate policies. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 51/01, pp. 139-164.
- Chatterjee, A. & D. Hambrick (2007). It's all about me: Narcissistic chief executive officers and their effects on company strategy and performance. *Administrative Science Quarterly* 52/3, pp. 351-386.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo & D. Skinner (1996). Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth. *Journal of Financial Economics* 40/3, pp. 341-371.
- De Jong, A., D. de Jong, G. Mertens & P. Roosenboom (2007). Investor relations, reputational bonding, and corporate governance: The case of Royal Ahold. *Journal of Accounting and Public Policy* 26/3, pp. 328-375.
- Dittmar, A. & R. Duchin (2016). Looking in the Rearview Mirror: The Effect of Managers' Professional Experience on Corporate Financial Policy. *Review of Financial Studies* 29/3, pp. 565-602.
- Gervais, S. (2009). *Behavioral finance: Capital budgeting and other investment decisions*. Fuqua School of Business, Duke University: working paper #3.
- Goel, A. & A. Thakor (2008). Overconfidence, CEO selection, and corporate governance. *The Journal of Finance*, 63/6, pp. 2737-2784.
- Graham, J., C. Harvey & S. Rajgopal (2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40/1, pp. 3-73.
- Graham, J., C. Harvey & M. Puri (2013). Managerial attitudes and corporate actions. *Journal of Financial Economics* 109/1, pp. 103-121.
- Hribar, P. & H. Yang (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33/1, pp. 204-227.
- Huang, J. & D. Kisgen (2013). Gender and corporate finance: Are male executives overconfident relative to female executives? *Journal of Financial Economics* 108/3, pp. 822-839.
- Jensen, M. (2005). Agency costs of overvalued equity. *Financial Management*, 34/1, pp. 5-19.
- Kruger, J. & D. Dunning (1999). Unskilled and unaware of it: how difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of Personality and Social Psychology* 77/6, pp. 1121-1134.
- Liu, Y., R. Taffler & K. John (2009). CEO value destruction in M&A deals and beyond. *Long Range Planning* 31, pp. 347-353.
- Lovall, D. & D. Kahneman (2003). Delusions of success. *Harvard Business Review*, 81/7, pp. 56-63.
- Malmendier, U. & G. Tate (2008). Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction. *Journal of Financial Economics*, 89/1, pp. 20-43.
- Malmendier, U. & G. Tate (2005). CEO overconfidence and corporate investment. *The Journal of Finance*, 60/6, pp. 2661-2700.
- Malmendier, U., G. Tate & J. Yan (2011). Overconfidence and early life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *The Journal of Finance*, 66/5, pp. 1687-1733.
- Moeller, S., F. Schlingemann & R. Stulz (2005). Wealth destruction on a massive scale? A study of acquiring-firm returns in the recent merger wave. *The Journal of Finance*, 60/2, pp. 757-782.
- Roll, R. (1986). The hubris hypothesis of corporate takeovers. *Journal of Business*, 59/2, pp. 197-216.
- Schrand, C. & S. Zechman (2012). Executive overconfidence and the slippery slope to financial misreporting. *Journal of Accounting and Economics*, 53/1, pp. 311-329.
- Shefrin, H. (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decisions that Create Value*. New York: McGraw-Hill.
- Simon, H. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69/1, pp. 99-118.
- Smit, J. (2004). *Het drama Ahold*. Amsterdam: Balans.
- Soll, J., K. Milkman & J. Payne (2015). Outsmart your own biases. *Harvard Business Review*, 93/5, pp. 65-71.
- Thaler, R. & C. Sunstein (2008). *Nudge*. New Haven: Yale University Press.
- Tetlock, P. & D. Gardner (2016). *Superforecasting: The Art and Science of Prediction*. New York: Random House.
- Weinstein, N. (1980). Unrealistic optimism about future life events. *Journal of personality and social psychology* 39/5, p. 806.

Over de auteur

Dr. W.L.J. Schramade is portefeuillemanager van het NN Impact Fund, een aandelenfonds dat belegt in bedrijven die zowel waarde creëren voor aandeelhouders als maatschappelijk bijdragen. Tot voor kort was hij aandelenanalist bij vermogensbeheerder Robeco, met specialisatie in waarderings- en duurzaamheidsanalyse. Hij doceert daarnaast sinds 2010 de Minor 'Behavioral Finance' aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.

