



DE OPKOMST (EN NADERENDE ONDERGANG) VAN DE TALENTECONOMIE

HOE DE DYNAMIEK TE BETEUGELN DIE TOPMANAGERS EN FINANCIERS VERRIJKT –
TEN KOSTE VAN IEDEREEN.

Roger Martin

TALENTECONOMIE

Toen Roberto Goizueta in 1997 op 65-jarige leeftijd aan longkanker overleed, was hij miljardair. Niet slecht voor een politiek vluchteling uit Cuba.¹ Hij was lang niet de eerste immigrant die het in Amerika tot miljardair schopte, maar anderen hadden hun fortuin gemaakt door bedrijven op te richten en uit te bouwen of door die naar de beurs te brengen. Goizueta maakte zijn fortuin als topman van Coca-Cola.

Zijn timing was perfect. In 1980 werd hij de CEO van een bedrijf dat geen natuurlijke hulpbronnen bezat en bar weinig productiekapitaal had. De talenteconomie begon zich sterk te ontwikkelen en de beloning voor toptalent zat sterk in de lift. Coca-Cola behoorde tot de waardevolste bedrijven ter wereld vanwege het iconische merk en de talentvolle mensen die het uitbouwden en in stand hielden. Goizueta belichaamde dat talent, en beleggers betaalden ervoor als nooit tevoren.

Een eeuw geleden waren natuurlijke hulpbronnen het belangrijkste activum voor een onderneming. Standard Oil had koolwaterstoffen nodig, bij U.S. Steel ging het om ijzererts en kolen, de Great Atlantic & Pacific Tea Company kon niet zonder vastgoed. Naarmate de twintigste eeuw voortschreed, werden Amerika's toonaangevende bedrijven groot en welvarend door steeds meer geld te steken in de acquisitie en exploitatie van olie, mineralen, bossen, water en grond. Nog geen vijftig jaar geleden dankte 72 procent van de top-50 van het Amerikaanse bedrijfsleven (afgemeten aan hun beurswaarde) zijn positie aan de zeggenschap over en exploitatie van natuurlijke hulpbronnen.

Uiteraard hadden deze ondernemingen veel arbeid nodig om te blijven groeien – maar dat betrof voornamelijk routinematig werk. Werknemers waren meestal vervang-

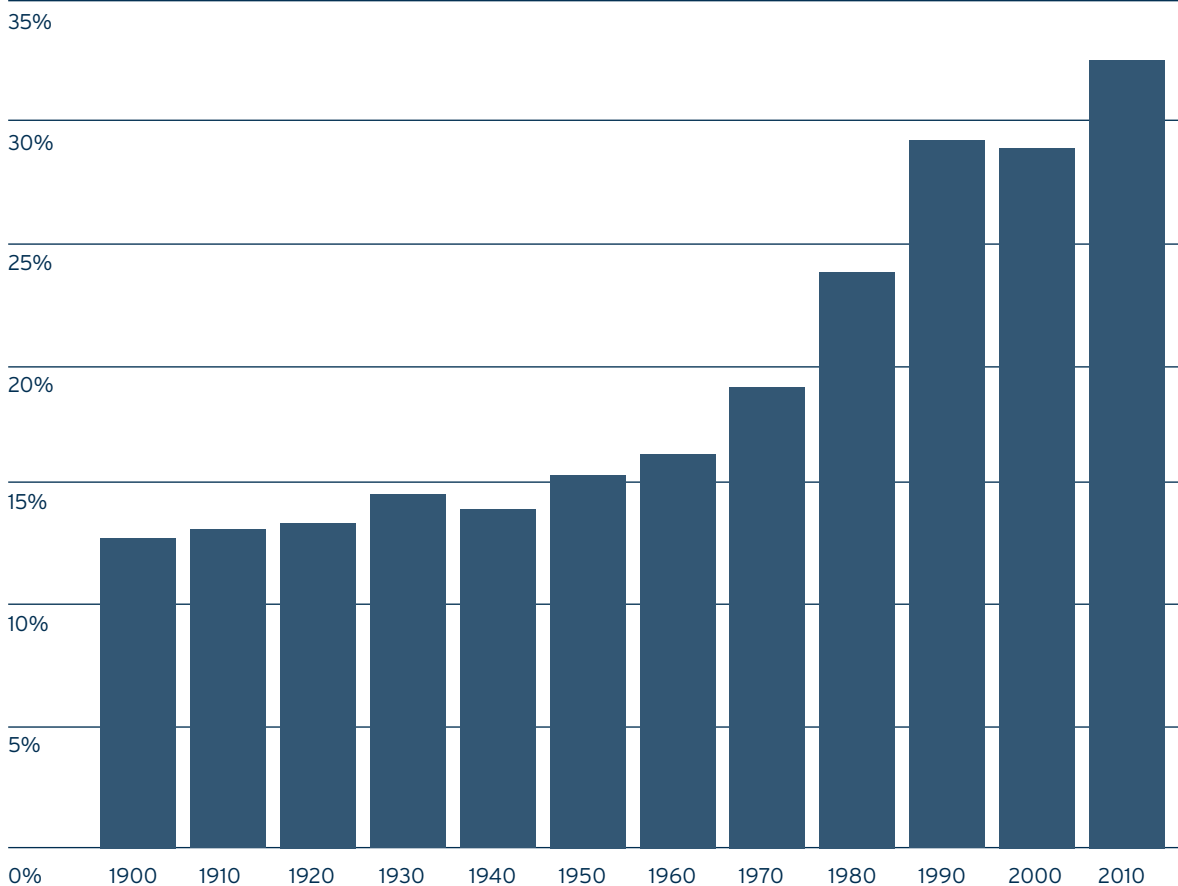
baar en de individuele arbeider had weinig onderhandelingsmarge. Totdat ze de kans en de stimulans kregen om hun krachten te bundelen in een vakbond lagen de arbeiders in derde positie in de economische pikorde, ver achter natuurlijke hulpbronnen en kapitaalverschaffers.

Deze situatie begon rond 1960 te veranderen met de uitzonderlijke opbloei van creatief werk dat veel onafhankelijk denkwerk en eigen besluitvorming vereiste. In 1960 bestond slechts zestien procent van alle banen uit creatieve functies (na een magere groei van drie procent in de vijftig jaar daarvoor). Dat percentage verdubbelde in de halve eeuw daarna, om uit te komen op 33 procent in 2010.

Onder de top-50 bedrijven in 1963 qua beurswaarde bevond zich een relatief nieuw soort onderneming, met als groot voorbeeld IBM dat de vierde positie bekleedde. Natuurlijke hulpbronnen speelden nauwelijks een rol bij het succes van IBM en hoewel het ondernemingskapitaal niet gering was, redeneerde iedereen bij die onderneming dat haar concurrentiepositie en verkoopsucces vooral te danken waren aan de creatievelingen – de wetenschappers en ontwikkelaars, de marketeers en vertegenwoordigers. Hetzelfde kon worden gezegd over Eastman Kodak, Procter & Gamble en Radio Corporation of America, allemaal ondernemingen die succesvol waren

FIGUUR 1: DE OPKOMST VAN DE TALENTECONOMIE

Mijn collega Richard Florida, werkzaam aan het Martin Prosperity Institute, onderzoekt de samenstelling van de Amerikaanse beroepsbevolking aan de hand van arbeidscategorieën en beschrijvingen van werkinhoud van het Ministerie van Arbeid. Met behulp van deze gegevens kan de verhouding tussen routinematige banen en banen die zelfstandig denkwerk vergen in kaart worden gebracht. Het fundamentele verschil is dat deze laatste categorie onafhankelijk denken en besluitvorming vereist. Natuurlijk is lang niet iedere baan in Amerika zo eenvoudig in te delen: sommige directiesecretaresses doen bijvoorbeeld voornamelijk type- en archiveerwerk, terwijl andere hun baas beslissingen uit handen nemen. Maar met een consistente maatstaf komen algemene patronen en verschuivingen daarin over de tijd toch tevoorschijn. Zoals de grafiek laat zien, was het percentage banen in Amerika dat onafhankelijk denken vereist van 1900 tot 1960 op een constant laag niveau, met een groei in al die jaren van 13 procent naar slechts 16 procent. Momenteel ligt dit echter op 33 procent, en dat percentage zal in de komende jaren ongetwijfeld verder groeien.



dankzij het talent dat zij binnenhaalden.

Tegen 2013 was meer dan de helft van de top-50 gebaseerd op talent, waaronder de complete top-3 (Apple, Microsoft en Google); ExxonMobil stond in 2013 op de vierde plaats. Van die vijftig toponderningen dankten er slechts tien

hun positie op de lijst aan het bezit van natuurlijke hulpbronnen. In de afgelopen vijftig jaar heeft de Amerikaanse economie dus een duidelijke verschuiving doorgemaakt van financiering van de exploitatie van natuurlijke hulpbronnen naar het profiteren van menselijk talent.

VAN DROOMBEZIT NAAR DROOMDEAL

Tot 1980 verdienden de CEO's van de grote beursgenoteerde ondernemingen in Amerika gemiddeld minder dan één miljoen dollar (omgerekend naar huidige dollars), nog geen tiende van wat zij vandaag verdienen. In feite kregen de kapitaalverschaffers tussen 1960 en 1980 alsmäär betere deals, met topmannen die 33 procent minder per dollar nettoresultaat verdienden in 1980 vergeleken met 1960. In die tijd was de situatie vergelijkbaar voor de diverse talentcategorieën, van vakspecialist tot wetenschapper, van sportfiguur tot kunstenaar.

Na 1980 leek het echter noodzakelijk om mensen financieel te motiveren om hun talent in te zetten. Kundige leiders zagen een grote stijging in inkomen, om twee redenen: grootverdieners hielden netto meer over en talent werd beloond met opties en een aandeel in de winst.

Grootverdieners hielden netto meer over

Na de Grote Depressie verschoof het fiscale beleid naar een nadruk op het verdelen van de economische taart. De gedachte was dat de concentratie van welvaart bij een kleine groep sterk had bijgedragen aan de economische malaise en dat de rijken volop financieel moesten bijdragen aan het creëren van veilige banen en de consumptie van goederen die daarmee gepaard ging. Het hoogste belastingtarief – in 1931 een bescheiden 25 procent – rees gestaag naar 91 procent in 1963, waardoor iemand die toen 1 miljoen dollar verdiende na belasting slechts 270.000 dollar overhield, en iemand die 10 miljoen verdiende slechts 1,5 miljoen.

Dit beleid begon halverwege de jaren zeventig te kantelen. Een groep economen, onder wie Arthur Laffer en de latere Nobelprijswinnaars Robert Mundell en Herbert Simon, redeneerden toen dat de hoeveelheid werk die mensen bereid waren te leveren boven een bepaald belastingtarief over de hoogste inkomensschijf zou gaan dalen. Bovendien: hoe hoger het belastingtarief, des te steiler de val. Volgens de beroemde Laffercurve zou dit op een gegeven punt zelfs tot een lagere totale belastingopbrengst leiden.

Deze gedachte vanuit de aanbodeconomie rechtvaardigde een grote verandering in fiscaal beleid. Het top-tarief kelderde van 70 procent in 1981 naar 50 procent

in 1982 en 38,5 procent in 1987, om uit te komen op 28 procent in 1988. Kortom, binnen slechts zeven jaar zagen mensen met een bruto-inkomen van 1 miljoen dollar hun netto-inkomen stijgen van 340.000 naar 725.000 dollar, terwijl de 3,0 miljoen dollar die iemand overhield van een bruto-inkomen van 10 miljoen dollar naar 7,2 miljoen dollar steeg.

Talent werd beloond met opties en een aandeel in de winst

In 1976 publiceerden Michael Jensen en William Meckling hun inmiddels legendarische artikel 'Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure' in het *Journal of Financial Economics*. In dit artikel, dat de principaal-agenttheorie introduceerde, redeneerden de auteurs dat ondernemingen de belangen van managers en aandeelhouders – talent en kapitaal – met elkaar in lijn moeten brengen, dit om te voorkomen dat de kosten van de agent (hier de manager) schade zouden berokkenen aan aandeelhouders en de economie in het algemeen.

Voor topmanagers in het bedrijfsleven werd beloning in aandelen hét mechanisme om de kloof te dichten. Dit werkte wonderwel voor de beloning van topdirecteuren, want die verdubbelde in de jaren tachtig, verviervoudigde in het daaropvolgende decennium en bleef in de eenentwintigste eeuw verder stijgen. Dit ondanks toenemende kritiek en de verwoesting veroorzaakt door de mondiale financiële crisis. Een ander, minder bekend, fenomeen dat de inkomens van de talentbezitters deed stijgen is de notoire 2-plus-20-formule. Dit wortelt in de tweeduizend jaar oude praktijk waarbij Fenicische scheepskapiteins 20 procent van de waarde van een succesvol geleverde lading mochten behouden. In 1949, toen een vergoeding van 1 à 2 procent van het beheerd vermogen standaard was in de wereld van vermogensbeheer, greep Alfred Winslow Jones, de eerste als zodanig erkende hedgefondsmanager, terug op deze Fenicische formule. Hij benoemde zichzelf als beherend vennoot van wat later een private-equitybedrijf kwam te heten en berekende de commanditaire vennoten die in zijn fonds investeerden 20 procent van de winst die hij genereerde ('carried interest' in bedrijfsjargon) bovenop een beheervergoeding van 2 procent.

Toen de durfkapitaalsector, die ook kort na de Tweede

Wereldoorlog op gang kwam, eind jaren vijftig overstapte naar het private-equitymodel, koos die daarbij ook voor deze lucratieve 2-plus-20-beloningsstructuur, net als de leveraged-buyout-sector halverwege de jaren zeventig. Maar meer dan enig ander profiteerde de hedgefondsindustrie. Die groeide gigantisch en paste de 2-plus-20-formule toe op de alsmar grotere en lucratievere vermogens van commanditaire vennoten.

Het zal niet verbazen dat de slimme jongens alsmar rijker werden na herkend te zijn als de spil in de moderne economie. Ook is het niet verwonderlijk dat de gemiddelde werknemer deze herijking van inkomens lang accepteerde – want het past bij de Amerikaanse droom, waarin hard werken en het cultiveren van talent beloond worden. Mensen storen zich niet aan je rijkdom wanneer je die zelf hebt verdiend; waar ze minder blij mee zijn, dat zijn mensen met ‘oud geld’. Er is voldoende bewijs dat de overgrote meerderheid van Forbes-miljardairs zichzelf omhoog heeft gewerkt. Maar de veronderstellingen die ten grondslag liggen aan de acceptatie van de grootverdieners zijn aan het veranderen. Steeds meer wordt de vraag gesteld of toptalent niet erg royaal wordt beloond – en of dat toptalent wel zo zuiver is als lang beweerd werd.

DE SCHADUWKANT VAN DE DEAL

Onze grootste kritiek op de miljardairs van vandaag is dat relatief weinig van de waarde die zij hebben gecreëerd doorsijpelt naar de rest van de samenleving. Van de Amerikaanse productiearbeiders en niet-leidinggevenden is 62 procent er sinds 1975 in koopkracht op achteruitgegaan. De miljardairs hebben de welvaart ook niet eerlijk gedeeld met investeerders. Voor de gehele economie bleef het rendement op geïnvesteerd vermogen stabiel rond de 5 procent in de jaren zeventig, met een piek in 1979. Maar daarna is het gestaag gedaald. Het ligt nu onder de 2 procent en zakt nog altijd, terwijl de beheerders van dat vermogen, zowel topmanagers als vermogensbeheerders, zichzelf alsmar meer toerekenen voor hun diensten.

DE GEMIDDELDE
AMERIKAAN HEEFT
DE GROEIENDE
INKOMENSVERSCHILLEN
LANG GEACCEPTEERD
ALS EEN UITING VAN DE
AMERIKAANSE DROOM

Gevolg hiervan is dat de mate van ongelijkheid snel gegroeid is sinds halverwege jaren tachtig, waarbij de hoogste 1 procent op de inkomensschaal tot 80 procent (schattingen variëren) van de BBP-groei van de afgelopen dertig jaar voor zichzelf opeist. Hoewel ernstig, is deze groeiende ongelijkheid nog niet eens het meest onheilspellende aspect van de situatie: de huidige beloningspraktijk voor toptalent remt niet alleen de totale waardegroei van de samenleving, maar maakt de economie ook instabieler, waardoor iedereen behalve een gelukkige enkeling pas op de plaats moet maken of achteruit gaat in inkomen.

Bewijs hiervoor is te vinden in de veranderende samenstelling van de Forbes 400. In de afgelopen dertien jaar is het aantal hedgefondsmanagers, de snelst groeiende categorie, op deze Amerikaanse lijst explosief gestegen van 4 naar 31. Alleen computerhardware en -software telt een hoger aantal superrijken (39). Wanneer we de leveraged-buyoutmanagers in de lijst meenemen, wordt duidelijk dat verreweg de beste manier om rijk te worden in Amerika het beheer van andermans geld is en daarvoor de 2-plus-20-regel in rekening te brengen. Zoals Steven Kaplan (University of Chicago) en Joshua Rauh (Stanford) in een recent discussiestuk lieten zien, strijkt de top-25 onder hedgefondsmanagers vier keer zoveel op als alle CEO's van de hele Fortune 500 bij elkaar.

Wat doen die 25 mensen eigenlijk?

De primaire activiteit van een hedgefonds is handelen. James Simons, de oprichter van Renaissance Technologies, stond in 2013 vierde op de Alpha-ranglijst van *Institutional Investor* voor grootverdieners bij hedgefondsen met 2,2 miljard aan totale beloning. Dat soort inkomen realiseert hij door gebruik te maken van ingewikkelde algoritmen en van servers die rechtstreeks verbonden zijn met die van de aandelenbeurs van New York. Daarmee haalt hij voordeel, sneller dan ieder ander, uit minuscule arbitrageverschillen. Voor Renaissance is vijf minuten al heel lang om aandelen aan te houden.

Dat hedgefondsen op deze manier kunnen handelen is te danken aan de huidige marktstructuren. Ze lenen aandelen in grote bedragen, waardoor ze zowel short- als

longposities kunnen innemen. Het maakt hedgefondsmanagers niet uit of de bedrijven in hun portefeuilles het goed of slecht doen – als de aandelenkoersen maar flink schommelen. In feite hopen ze op extreme fluctuaties: hoe meer de koersen in beweging zijn, zowel omhoog als omlaag, des te groter de winstkans op de portefeuille. In dat opzicht lijken hedgefondsen niet op hun voorgangers, de vermogensbeheerders die als langetermijninvesteerdere juist wilden dat een bedrijf succesvol was.

Maar handel leidt niet direct tot hogere waarde, behalve voor de hedgefondsen. De winst van de een is verlies voor de ander. Het is niet zoals het uitbouwen van een bedrijf waar de wereld profijt van heeft dankzij een beter product en nieuwe werkgelegenheid. Natuurlijk zullen de fans van hedgefondsen beweren dat de fondsen ondernemingen helpen om rente- en koersrisico's te vermijden, wat tot hogere economische waarde leidt. Dat klinkt aannemelijk, maar in feite zou een fractie van deze biljoenenindustrie volstaan voor de relatief bescheiden taak van het indekken van financieel vermogensrisico. Daarnaast is de marktvolatiliteit spectaculair gestegen naarmate de hedge-industrie groeide, wat ieder argument over de voordelen van risicobeheer door hedgefondsen tegensprekt.

De verschuiving van het creëren van waarde naar het handelen in waarde is zorgelijk. Het echte probleem voor de economie is echter dat zowel hedgefondstalent als managementtalent geprikkeld wordt tot het bevorderen van volatiliteit. En dat werkt tegen de belangen van kapitaal en arbeid. Managementtalent wordt, zoals we eerder zagen, vooral beloond op basis van aandelen. Dat was bedoeld om managers op één lijn te krijgen met de langetermijnbelangen van eigenaren. Maar een beurskoers is niets anders dan de gezamenlijke verwachtingen van beleggers over de vooruitzichten voor een bedrijf. Als de verwachtingen gunstig zijn, stijgt de beurskoers en omgekeerd. Beloning die gebaseerd is op aandelen motiveert managers om te sturen op de verwachtingen van beleggers, niet op echte bedrijfsprestaties.

Verder geldt dat, omdat beloning op basis van aandelen meestal jaarlijks wordt verstrekt tegen de op dat moment geldende beurskoers, managers belang hebben

bij sterk wisselende verwachtingen over hun bedrijf. Wanneer de verwachtingen dalen gedurende een bepaald jaar, zullen opties of uitgestelde kooprechten die het jaar daarop verstrekt worden, laag geprijsd zijn. Om flink te profiteren, hoeven managers er alleen voor te zorgen dat de verwachtingen bijgesteld worden naar het oude niveau.

Om die reden kwam de mondiale financiële crisis helemaal niet zo slecht uit voor topmanagers. Kijk maar naar John Chambers, CEO van Cisco Systems sinds 1995. Net als Roberto Goizueta werd Chambers miljardair door het leiden van een beursgenoteerde onderneming. Maar gedurende zijn termijn als CEO

kregen Cisco-aandeelhouders tot twee keer toe te maken met scherpe stijgingen en dalingen. De koers van het aandeel Cisco piekte op 80,06 dollar in maart 2000 en kelderde naar 8,60 in oktober 2002. In de loop van 2007 klom de koers geleidelijk omhoog, schommelde lange tijd tussen de 25 en 33 dollar en bereikte in november van dat jaar een hoogtepunt van 34,08 dollar. In de nasleep van de financiële crisis kelderde het aandeel Cisco naar 13,62 in maart 2009, veerde terug naar 27,57 dollar in april 2010 en daalde daarna naar 13,73 dollar in augustus 2011 om vervolgens weer op te lopen tot 24,85 eind juni 2014.

De aandeelhouders van Cisco hebben dus een ware rit op een achtbaan meegemaakt. Wie van november 2007 tot eind juni 2014 vasthield aan zijn aandelen ervoer per saldo een daling van de beurskoers van 27 procent, met daar tussenin tot twee keer toe een val van 60 procent. Voor Chambers was dit echter allemaal niet zo erg. De twee grote koersdalingen waren handig voor een lucratieve, op aandelen gebaseerde beloning – opties in november 2009 tegen 23,40 dollar en restricted stock units tussen september 2010 en eind 2013 tegen 21,93, 16,29, 19,08 en 24,35 dollar. Zijn 53 miljoen dollar aan beloning uit deze vijf toekenningen was in juni 2014 met ongeveer 18 procent in waarde gestegen. Als Chambers, in plaats van de aandeelhouders bloot te stellen aan grote koersbewegingen, zelf een gestage daling van 34,08 naar 24,85 dollar in die periode had meegemaakt, zou zijn beloning in aandelen 20 procent aan waarde hebben verloren in plaats van met 18 procent zijn gestegen.

IN 2010 STREKEN DE
25 BEST VERDIENENDE
HEDGEFONDSMANAGERS
VIER KEER ZOVEEL OP
ALS ALLE CEO'S VAN
DE FORTUNE 500 BIJ
ELKAAR

Het gevolg van deze moderne vorm van beloning is dat het volatiliteit aanwakkert in plaats van waardestijging. Uiteraard leggen kapitaalverschaffers voortdurend druk op managers om hoger rendement te behalen. Wat managers in reactie daarop doen is nogal eenvoudig: ze snijden in de loonkosten, de variabele die ze het meest gemakkelijk kunnen uitknijpen om aan te geven dat ze zich om resultaat bekommeren. Dit soort creatieve afbraak kan op korte termijn goed zijn voor het bedrijf en de economie – maar het kan ook de langetermijncapaciteit van het bedrijf aantasten. En de prikkels voor managers om grote koersschommelingen in gang te zetten, suggereren dat het snijden in arbeidskosten eerder te diep gaat dan niet diep genoeg.

Steeds meer banen verdwijnen dus en komen meestal niet terug. Met als gevolg dat de inkomens van arbeiders onder druk staan en de lonen niet langer meestijgen met inflatie. Dit leidt tot steeds grotere ongelijkheid in Amerikaanse inkomens, vooral tussen de zeer rijken en de rest. Het verschil tussen het 50e percentiel qua inkomen en het 90e (of 99e of 99,9e) is na 1980 spectaculair gegroeid en vertoont geen teken van stabilisering, laat staan vermindering. Daarentegen is het verschil tussen het 10e en het 50e percentiel in inkomen nauwelijks veranderd.

De inkomens kloof tussen creatief talent en routinematige arbeid is slecht voor de sociale cohesie. De verschuiving van het creëren van waarde naar het handelen erin is slecht voor economische groei en resultaat. De toegenomen volatiliteit van aandelenkoersen is slecht voor pensioenen. En hoewel het positief te noemen is dat het percentage banen waarin creativiteit voorop staat drie keer hoger is dan een eeuw geleden, en prachtig dat de economie zo rijk is aan talent, wordt dat talent gekanaliseerd naar onproductief werk en gedrag dat afkeur verdient.

DE TALENTECONOMIE REDDEN

In een democratisch en kapitalistisch land is het onhoudbaar om de grootste groep kiezers economische zeggenschap te onthouden. In 1935, toen de Verenigde Staten

nog worstelden met de gevolgen van de Grote Depressie, was dit een land met een dalende koopkracht en een werkloosheid van rond de 25 procent. Werkgevers hadden zowel voor als tijdens de Depressie druk gezet op de lonen. Arbeiders hadden geen enkele macht, en pogingen om zich te verenigen werden met agressieve en soms zelfs gewelddadige tegenmaatregelen tegemoetgetreden.

De regering Roosevelt zorgde voor ingrijpende wetgeving – de National Labor Relations Act – die het eenvoudiger maakte om vakbonden op te richten en waarmee ook beschermende maatregelen werden ingevoerd voor

de rechten van georganiseerde arbeiders. De landelijke overheid richtte ook de National Labor Relations Board op, om te zorgen dat werkgevers zich strikt aan de wet zouden houden. Van 1935 tot het hoogtepunt in 1954 steeg de deelname van Amerikaanse arbeiders aan vakbonden van 8,5 procent naar 28,3 procent, een haast niet te bevatten niveau naar hedendaagse normen, en de reële lonen voor werknemers die lid

waren van een vakbond stegen sneller dan die voor niet-vakbondsleden en dan de algemene economische groei.

Het is duidelijk dat de lonen, uitkeringen en de inflexibele werkregels waar de vakbonden met succes voor hadden gestreden, zich na 1960 uit de markt prijsden, vooral naarmate het naoorlogse Europa en Japan herstelden. Ook reageerden grote ondernemingen op de eisen van de vakbonden door mechanisatie door te voeren, naar zuidelijke ‘recht-op-werk’-staten te verhuizen en producten in het buitenland in te kopen. Rond het jaar 2000 lag het percentage georganiseerde werkers weer op het niveau van 1935. Maar al dit herbalanceren kostte tijd en had duidelijk negatieve gevolgen voor de totale groei.

Het ziet er naar uit dat de economie op weg is naar een nieuw 1935-moment. De Occupy Wall Street- en We Are the 99 Percent-demonstraties kunnen nauwelijks anders gezien worden dan als een schot voor de boeg. Zuccotti Park mag dan weer schoongeveegd zijn, maar het gevoel is gebleven. Tenzij de belangrijke spelers samenwerken om de oorzaken van de huidige disbalans aan te pakken, zullen de 99 procent hun stem uitbrengen voor een hererschikking die radicaal in hun voordeel is, net als eerder.

TOT 1980 VERDIENDEN
DE CEO'S VAN DE GROTE
BEURSGENOTEERDE
ONDERNEMINGEN IN
AMERIKA GEMIDDELD
NOG GEEN TIENDE VAN
WAT ZIJ VANDAAG
VERDIENEN

Eigenlijk is het verrassend dat dit niet al is gebeurd. Om een dergelijke ontwikkeling te voorkomen, moeten er drie dingen gebeuren:

Talent moet zich intomen

De nieuwe talentgeneratie doet zichzelf weinig goed in termen van publiek imago. Een duidelijk voorbeeld is Steven A. Cohen, voormalig hoofd van SAC Capital Advisors (dat schuld bekende in een zaak over handel met voorkennis en een boete van 1,8 miljard dollar kreeg opgelegd) en nu topman van Point72 Asset Management en tweede op de hedgefondslijst 2013 van *Institutional Investor* met een persoonlijk inkomen van 2,4 miljard dollar. Niet tevreden met de al royale 2-plus-20-regeling, berekende Cohen volgens de *New York Times* een courtage op vermogen van 3 procent en tot 50 procent aan carried interest. Vermeende hebzucht van deze omvang vraagt om problemen. Als financiers en topmanagers dit willen voorkomen, zullen ze hun financiële eisen moeten terugschroeven.

Een schandelijke eis die de hedgefonds- en LBO-gemeenschap zal moeten heroverwegen is de nog steeds gehanteerde behandeling van carried interest als vermogenswinst. Het is duidelijk dat zowel beheersvergoedingen als carried interest vormen van beloning voor professionele diensten zijn. Beheersvergoedingen worden echter belast als regulier inkomen (tegen een marginaal tarief van 39,6 procent), terwijl carried interest tegen het meer gunstige tarief voor vermogenswinsten wordt belast (15 procent in de jaren 2003-2012 en 20 procent daarna). In 2008 realiseerde John Paulson – die bewust profiteerde van de ellende van huiseigenaren door agressief short te gaan op de hypotheekmarkt – met behulp van dat gunstige tarief een persoonlijke belastingbesparing van nagenoeg 500 miljoen dollar op zijn gerapporteerde inkomen van 2 miljard dollar.

Zowel vanuit fiscale theorie als vanuit algemeen belang is het ongerechtvaardigd dat hedgefondsen het gunstige tarief voor vermogenswinsten toepassen. Ze doen niets anders dan aandelen verhandelen en voegen daarmee niets toe waar de samenleving baat bij heeft. Verder tonen veel hedgefondsmanagers zich fiscaal agressief door met hun commanditaire vennoten een ‘fee

conversion’ af te spreken. Dat houdt in dat hun beheersvergoeding wordt omgezet naar carried interest, wat onder een lager belastingtarief valt. Ze laten hiermee zien dat beheersvergoedingen en carried interest in hun ogen uitwisselbaar zijn – maar ze staan er wel op dat de fiscus die twee inkomenscomponenten verschillend behandelt.

Beleggers moeten waardecreatie voorop stellen

De partijen die verreweg het meest in de gelegenheid zijn tot een positieve bijdrage zijn pensioen- en staatsfondsen. Zoals Peter Drucker in 1976 correct voorspelde, zijn pensioenfondsen (en ook staatsfondsen) ondertussen de grootste vermogensbezitters ter wereld. De top-50 onder pensioen- en staatsfondsen hebben totale beleggingen van 11,5 biljoen (11.500 miljard) dollar. Ze zijn actief op drie terreinen die zich lenen voor misbruik door talent:

Ze verschaffen grote bedragen aan kapitaal aan hedgefondsen. Omdat pensioenfondsen altijd grote schuldposities hebben, zijn koersdalingen ongunstig voor hen. De vaak misleidende belofte van hoge rendementen leidt hen ertoe om aanzienlijke bedragen aan kapitaal naar hedgefondsen door te sluizen. Het probleem hiermee is, zoals we hebben gezien, dat hedgefondsen hun rendement behalen door volatiliteit te stimuleren. Ze kunnen profijt behalen – en doen dat ook – ongeacht of de koersen stijgen of dalen. Pensioengerechtigden, echter, hebben belang bij gestage vermogensgroei.

Ze lenen aandelen uit. Pensioen- en staatsfondsen lenen meer aandelen uit aan andere partijen dan wie ook, en hedgefondsen die short gaan zijn hun grootste kredietnemers. Ieder pensioenfonds behaalt een klein deel van zijn rendement uit de vergoeding die het verkrijgt voor het uitlenen van aandelen. Dit uitlenen heeft slechts een gering effect op de koersen. Maar het uitlenen zorgt voor ongeveer 2 biljoen (2000 miljard) dollar aan short-selling op permanente basis. Het voortdurend plaatsen en afwikkelen van deze shortposities zorgt voor koersschommelingen, wat de financiële experts van de hedgefondsen goed uitkomt maar slecht is voor de pensioengerechtigden wier geld zij gebruiken.

Ze maken op aandelen gebaseerde beloning mogelijk. Meestal stemmen de pensioen- en staatsfondsen voor

DE VERSCHUIVING VAN
HET CREËREN VAN
WAARDE NAAR HET
HANDELEN ERIN IS
ZORGWEKKEND

beloning gebaseerd op aandelen voor de managers van de beursgenoteerde ondernemingen waarin zij beleggen. Dat is vanuit de gedachte dat dit in het voordeel is van de pensioengerechtigden en andere burgers die zij vertegenwoordigen. Het tegenovergestelde is echter waar, want rendementen op beursgenoteerde bedrijven zijn in het algemeen gedaald en de volatiliteit gestegen naarmate beloning op basis van aandelen gangbaarder werd. De fondsen – beleggers op de zeer lange termijn – handelen dus in strijd met hun eigen belangen.

Hoewel de disbalans ten gunste van talent het grootst is in de Verenigde Staten, neigen democratische landen die het kapitalisme aanhangen overal ter wereld in dezelfde richting. Een puur Amerikaanse tegenactie zou dus weinig effect hebben. Hoewel het idee van mondiale samenwerking onrealistisch lijkt, kunnen 35 fondsen uit 15 landen in totaal 10 biljoen (10.000 miljard) dollar voor dit doel inzetten. En als die grote fondsen zouden stoppen met het doorsluizen van kapitaal naar hedgefondsen, het uitlenen van aandelen en het stimuleren van op aandelen gebaseerde beloning, dan wordt het alleen maar moeilijker voor kleinere fondsen om daar niet in mee te gaan.

De overheid moet snel ingrijpen

Overheidsmaatregelen om de excessieve toe-eigening van waarde door de top 1 procent tegen te gaan hebben de voorkeur boven een radicale anti-talentagenda, want dat zou de Amerikaanse ondernemerscapaciteit ernstig schaden. De maatregelen die de Amerikaanse overheid in 1935 nam, waren bedoeld om werknemers te helpen. Het lijkt er echter op, dat die interventie te laat kwam en te agressief was, met als gevolg dat werknemers in Amerika er eerder schade dan profijt van hebben gehad. De volgende vier initiatieven kunnen herhaling van deze fout helpen voorkomen:

Stel regels op voor de relatie tussen hedgefondsen en pensioenfondsen – Iemand die aandelen bezit, moet vrij zijn om die uit te lenen aan willekeurig ieder ander. Echter, wanneer pensioenfondsen zichzelf niet die restrictie opleggen moet er een verbod komen op het uitlenen van aandelen door fiduciaire instellingen. En als overheden hun beleggingen in hedgefondsen niet verminderen, kunnen

PROTESTBEWEGINGEN ALS OCCUPY WALL STREET ZIJN EEN NIET MIS TE VERSTANE WAARSCHUWING AAN HET SYSTEEM

zij de gevolgen van hedgefondsgedrag in ieder geval verzachten door de combinatie van een beheersvergoeding en carried interest te verbieden. Zelfs voor een klein hedgefonds met 1 miljard dollar aan vermogen is de beheersvergoeding over een levensduur van vijf jaar 100 miljoen

dollar – genoeg om de hoofdrolspelers van het fonds rijk te maken. Met dat in het achterhoofd kunnen zij zich veroorloven enorme risico's op hun investeringen te nemen om de spreekwoordelijke loterij te winnen op basis van hun carried interest. Met alleen een beheersvergoeding zou gedrag dat volatiliteit stimuleert ontmoedigd worden; met alleen een carried interest-vergoeding zou excessief risicogedrag ontmoedigd worden. Het toestaan van hetzij de ene dan wel de andere beloningsvorm, en het verbieden van een combinatie van de twee, zou onnoemelijk veel beter voor de samenleving zijn dan de huidige structuur.

Belast carried interest als regulier inkomen – Dit zou het belastingsysteem eerlijker maken. Hedgefondsmanagers zouden niet langer worden belast tegen gemiddeld lagere tarieven dan de gemiddelde arbeider. En het zou de fiscus miljarden extra opleveren.

Hef belasting op handelstransacties – De overheid zou handelstransacties op soortgelijke wijze moeten belasten als de voorgestelde Tobintaks op internationale financiële transacties. Alles wat de handel in flitskapitaal ontmoedigt, is toe te juichen.

Herzie de totale belastingstructuur – Het Amerikaanse belastingsysteem is sinds 1982 uniek in de ontwikkelde wereld, maar niet bepaald in positieve zin. Het voorziet in een zeer lage persoonlijke inkomstenbelasting, een zeer hoge vennootschapsbelasting en geen landelijke belasting op toegevoegde waarde (in economische zin de meest effectieve vorm van belasting ter wereld). Precies in de tijd dat de kapitaalsector hulp nodig had in de strijd tegen talent – dat extreem hoge inkomens was gaan verdienen – kandelde het fiscale systeem volledig ten gunste van talent. De kapitaalsector heeft een prikkel nodig om te investeren in nieuwe banen, maar voor Amerikaanse bedrijven is die prikkel laag naar mondiale maatstaven. Het zal niet verbazen dat bedrijven, in plaats van te investeren, meer geld dan ooit tevoren op hun balans heb-

ben staan, veel ervan in het buitenland. Er is geen enkele aanwijzing dat dit fiscale regime stimulerend werkt voor de Amerikaanse economie. Het heeft daarentegen duidelijk bijgedragen aan de enorme stijging van de inkomensongelijkheid.

Helaas zorgt de politieke impasse in de Verenigde Staten ervoor dat het de federale overheid niet lukt om fiscale hervormingen door te voeren. De Republikeinen lijken vierkant achter hedgefondsen te staan, die zij zien als de belichaming van het kapitaal. Feitelijk vertegenwoordigen hedgefondsmanagers het talent, dat een afscheiding van arbeid is (terwijl hun klanten, die zij veel te veel in rekening brengen voor hun diensten, de ware vertegenwoordigers van het kapitaal zijn). De Democraten, traditioneel de steunpilaar van de vakbonden, hebben hun loyaliteit gaandeweg verschoven richting het kapitaal, vooral omdat pensioenfondsen de belangrijkste vorm van kapitaal zijn geworden en hun begunstigen de traditionele machtsbasis van de Democraten vormen. Geen van beide partijen vertegenwoordigt arbeid rechtstreeks.

schreven met A.G. Lafley, is *Playing to Win: How Strategy Really Works* (Harvard Business Review Press, 2013).

Translated and reprinted by permission of Harvard Business Review. This article was originally published under the English title 'The Rise (And Likely Fall) of the Talent Economy', by Roger L. Martin, in the October 2014 issue of the Harvard Business Review, vol. 92, issue 10, pp. 41-47. © 2014 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate); all rights reserved. This translation, © 2014 Harvard Business School Publishing Corp. (Distributed by The New York Times Syndicate). Vertaling: Frans Kooymans.

Roberto Goizueta leefde lang genoeg om te profiteren van de opkomst van het talent als spil van de moderne economie. Maar hij overleed voordat de positieve aspecten van dit fenomeen begonnen te wijken voor de donkere kant ervan. Deze tendens kan niet onverminderd doorgaan zonder een politieke reactie op te roepen. Topbestuurders, private-equitymanagers en pensioenfondsen kunnen die reactie voorkomen door leiderschap te tonen, waartoe zij ook in staat zijn. En door hun gedrag zo aan te passen dat een betere beloningsmix voor kapitaal, arbeid en talent ontstaat.

Noten

1. Goizueta (1931-1997) ging in 1948 in de VS studeren (aan Yale), hij haalde een BA in technische scheikunde en keerde in 1953 terug naar Cuba om in het bedrijf van zijn familie te gaan werken. Na de machts-overname van Castro in 1959 week hij uit naar de VS (red.).

Over de auteur

R.L. Martin was van 1998 tot 2013 decaan van de Rotman School of Management aan de University of Toronto. Zijn meest recente boek, ge-