Fund managers' contracts and financial markets' short-termism

Catherine CASAMATTA et Sébastien POUGET

Toulouse School of Economics, Université Toulouse Capitole (CRM)

Petit-déjeuner du FIR, 22 juin 2017

Présentation

- Court-termisme des marchés financiers
- À qui la faute?
- Notre recherche

Présentation

- Court-termisme des marchés financiers
- À qui la faute?
- Notre recherche

Court-termisme sur les marchés financiers

- Cours des actions reflètent “trop peu” les cash flows lointains
  - Miles (1993) pour UK: cash flows lointains ont taux d’actualisation deux fois plus grands que cash flows proches
  - Black and Fraser (2002) sur marchés internationaux: US & UK plus court-termistes qu’Allemagne et Japon
  - Davies et al (2014): “myopie” s’est accentuée récemment

Difficile d’interpréter: préférences des investisseurs, méthodologie ou défaillances du marché...

…mais différences internationales surprenantes

Court-termisme sur les marchés financiers

- Cours intègrent lentement certaines informations
  - Edmans (2011): Entreprises de “100 best companies to work for” ont rendements anormaux + 4 ans après entrée
  - Performance long terme positive pour dépenses R&D (Chan et al 2001)

Prend du temps d’intégrer actifs qui affectent la performance de long terme et dont l’impact est difficile à mesurer…

Court-termisme dans l'entreprise

- CEOs rémunérés avec actions/stock-options peuvent être "myopes"
  - Edmans et al (2014): CEOs qui vendent actions réduisent dépenses R&D, dépassent prévisions de résultat, ce qui augmente les cours
  - Ladika et Sautner (2014): accélération de l'attribution de stock-options réduit l'investissement, surtout pour entreprises avec moins d'analystes et dans industries moins concurentielles

Décisions d'investissement sont affectées par les cours: si les cours n'intègrent pas le long terme, les dirigeants investissent moins à LT, et créent moins de valeur de LT

Crucial de comprendre pourquoi les cours n'intègrent pas le long terme!

Présentation

- Court-termisme des marchés financiers
- À qui la faute?
- Notre recherche

La faute aux investisseurs court-terme?

- Si les investisseurs ont horizon court
  - Shleifer et Vishny (1990): arbitrage plus coûteux à LT qu'à CT => mispricing des actifs LT plus important
  - Froot, Scharfstein, et Stein (1992): traders CT préfèrent se coordonner sur la même information, même si elle a peu d'impact sur la valeur future
  - Dow et Gorton (1994): information LT n'est pas intégrée dans les prix si les traders CT ne sont pas sûrs que les prix futurs intégreront cette information

Le marché est-il constitué uniquement d'investisseurs CT?

Horizon des investisseurs

- Principaux investisseurs (fonds de pension, fonds souverains, assurances,…) ont horizon long
  - DNB (Dutch National Bank) estime que la maturité moyenne du passif des fonds de pensions est de 17 ans aux Pays-Bas
  - Mandat du Future Fund australien: “The FF Board of Guardians is required under section 18 of the Act to seek to maximize the return earned on the Fund over the long term”
  - Fonds actions à long terme représentent 52 % des $15.9 billions d’actifs de l’industrie de la gestion de fonds aux E.U. (Investment Company Institute)

Comment peut-on avoir du court-termisme avec des investisseurs de long terme?

Horizon des gestionnaires d'actifs

- Importance de la gestion sous mandat
  - Gestion d'actif en Europe détient 29% (42% du flottant) de la valeur de marché des entreprises cotées dans la zone Euro (EFAMA report 2015)
  - Gestion d'actifs représente 25% des actifs dans le monde (McKinsey 2013).
  - 70% à 90% est de la gestion active (Morningstar 2015)
- Gérants font rapports trimestriels
- Turnover des fonds actions US: 57% sur 1984-2016 (Investment Company Institute 2017). En baisse depuis 2009.

Inciter à une stratégie LT

- Le dilemme classique des gérants de fonds ISR

"The big difficulty is that a lot of the reputational and environmental issues play out over a very long period of time [...] and if the market isn't looking at it, you can sit there for a very long time on your high horse saying 'this company is a disaster, it shouldn't be trusted' and you can lose your investors an awful lot of money... " (cité dans Guyatt, 2006)

- Mandat du Future Fund australien

"The Board is to adopt an average return of at least CPI + 4.5% to 5.5% per annum over the long term as the benchmark return on the Fund. During the initial transition period, as the Board develops a long-term strategic asset allocation, a return lower than the benchmark return is expected. (objective reduced to CPI+4-5% in 2017)

Rémunérer les gérants de fonds à LT?

- Depuis longtemps dans les débats
  - **CFA Institute (2006) 'Breaking the Short-Term Cycle'**: "align asset manager compensation with long-term performance and with long-term client interests"
  - **Aspen Institute (2009) 'Overcoming Short-termism'**: "base the compensation of long-term oriented fund managers on the fund's long-term performance"
  - **Kay Review (2012) 'UK Equity Markets and Long-Term Decision Making'**: "align the interests of asset managers with the interests and timescales of their clients. Pay should therefore not be related to short-term performance of the investment fund or asset management firm"

Présentation

- Court-termisme des marchés financiers
- À qui la faute?
- Notre recherche

Questions

- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme?

Questions

- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme? Oui

Questions

- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme? Oui
- Faut-il allonger l'horizon de la rémunération des gérants ?

Questions

- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme? Oui
- Faut-il allonger l'horizon de la rémunération des gérants ? Pas en totalité

Questions

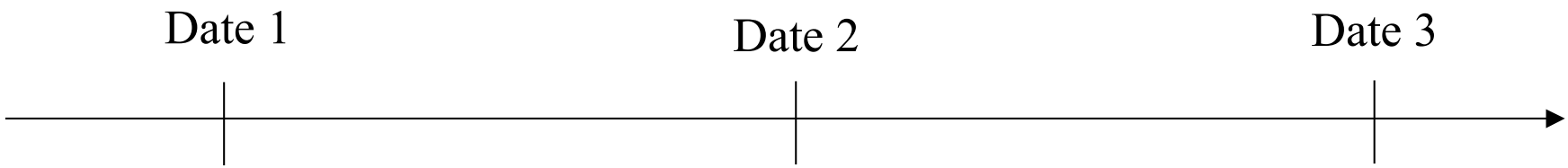
- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme? Oui
- Faut-il allonger l'horizon de la rémunération des gérants ? Pas en totalité
- Comment structurer les mandats de gestion pour limiter le court-termisme sur les marchés?

Questions

- La délégation de la gestion d'actifs peut-elle engendrer du court-termisme? Oui
- Faut-il allonger l'horizon de la rémunération des gérants ? Pas en totalité
- Comment structurer les mandats de gestion pour limiter le court-termisme sur les marchés? Quelques réponses dans les diapos suivantes

Analyse

Le modèle



Délégation

- Investisseur LT délègue fonds à gérant 1

Investissement

- Gérant cherche (ou non) information sur valeur LT d'un actif: aléa moral
- Gérant investit

Court terme

- Investisseur CT délègue fonds à gérant 2
- Prix reflète ou non information de LT
- Rémunération CT pour gérant 1

Long terme

- Actif génère CF
- Rémunération LT pour gérant 1

Analyse

Le **bon côté** de la rémunération à CT

- Une rémunération incitative uniquement à LT peut nuire à la performance du fonds et à l'efficience du marché
  - Rémunération doit inciter à collecter information LT pertinente
  - Rémunération LT est plus risquée pour gérant: bonus doit être très élevé pour compenser ce risque
  - Peut devenir trop coûteux d'inciter à collecter information de LT => court-termisme
- Optimal d'avoir un mix de rémunération CT et LT
  - Si marchés sont efficients, prix à CT reflètent l'info de LT et la rémunération CT donne de bonnes incitations

Analyse

Le **côté mauvais** de la rémunération à CT

- Prix interim reflètent info de LT si d'autres gérants collectent aussi de l'information

- Feedback négatif peut arriver:
  - Investisseur LT conçoit un mix CT-LT incitatif
  - Gérant 1 collecte information de LT, qui est intégrée dans le prix
  - Effet d'éviction sur collecte d'information du gérant 2
  - Performance interim ne dit rien sur la valeur de l'investissement du gérant 1: inutile pour incitations
  - Investisseur LT renonce à faire collecter info LT: court-termisme

Analyse

Résultats

- Plus de court-termisme sur les marchés si
  - Information LT est difficile à collecter (actifs intangibles, éléments extra financiers…)
  - Information LT est trop précise (!): fort effet d'éviction sur gérants futurs qui entraine feedback negatif
  - Marché peu liquide: effet d'éviction plus fort

Court-termisme diffère selon industries et actifs: moins présent pour large-caps et industries plus matures

Analyse

Résultats

- Structure optimale de la rémunération des gérants
  - Basée sur performance du fonds avec cap: performance est due à collecte d'information, mais magnitude dépend des conditions de marché: n'entre pas dans incitations.
  - Mix d'incitations CT et LT (même si horizon de l'investisseur est LT): performance CT est un signal sur la performance future et doit être utilisée pour donner de bonnes incitations
  - Mix optimal dépend de :
    - Précision de l'information: plus de rémunération LT si l'information est plus précise
    - Liquidité: plus de rémunération LT quand marchés peu liquides

Recommandations

- Pour investisseurs LT
  - Utiliser incitations CT pour certains actifs (liquides plutôt que émergents)
  - Choisir des benchmarks appropriés (plus de poids sur actifs qui se développent sur LT, par ex intensifs en R&D)
- Pour actionnaires
  - Rémunérer les dirigeants avec actions/stock-options dans les industries les moins sujettes au court-termisme

Recommandations

- Pour régulateurs
  - Ne pas réglementer de manière uniforme la structure des mandats: le mix optimal dépend des caractéristiques du marché financier et des actifs échangés
  - Favoriser la production et la dissemination d'information CT pour atténuer le feedback négatif

MERCI DE VOTRE ATTENTION!