centre for financial research
Look deeper

press appearances of CFR research

Les Echos, 11. Februar 2008

Le dilemme du gérant: gagner plus ou conserver son emploi

Comme actuellement, le risque de perdre son emploi influe-t-il sur la manière dont un professionnel gère son fonds? Oui, répond une étude effectuée par Alexander Kempf, Stefan Ruenzi et Tanja Thiele, de l'université de Cologne, qui met en lumière que, selon le type de marché, en hausse ou en baisse, les gestionnaires réagissent différemment à deux types d'incitations, la rémunération et l'emploi. Selon les années, l'un de ces deux effets domine (voir illustration). Par exemple, en 1999, année de l'envolée des marchés, l'effet «rémunération» est largement dominant. Le risque de perte d'emploi était alors perçu comme très faible par des gestionnaires aiguillés avant tout par la volonté de gagner plus. A l'inverse, en 2001, quand la bulle s'est dégonflée, l'effet «emploi» était dominant. Davantage que gagner plus, les professionnels voulaient surtout limiter la casse et éviter de perdre leur emploi.

Effets dominants (emploi, rémunération) sur la prise de risque par les gérants

Année	Nombre de fonds de l'échantillon (« mutual funds » américains investis en actions)	Age moyen du fonds (en années)	Actifs moyens par fonds (en millions de dollars)	Taux de rotation du portefeuille	Rendement semestriel du marché boursier (*)	Rendement annuel du marché boursier (*)	Incitation dominante
1980	254	24	181	71,45 %	7,96 %	32,01 %	Rémunération
1981	241	25	163	66,21 %	2,60 %	- 3,04 %	Rémunération
1982	260	26	186	76,29 %	- 10,57 %	19,89 %	Emploi
1983	272	26	249	78,22 %	24,24 %	21,68 %	Rémunération
1984	297	24	234	73,55 %	- 6,44 %	2,98 %	Emploi
1985	322	24	297	82,86 %	17,92 %	31,11 %	Rémunération
1986	354	23	341	83,58 %	20,84 %	15,92 %	Rémunération
1987	408	21	357	93,95 %	25,08 %	1,99 %	Rémunération
1988	471	19	326	78,09 %	14,80 %	17,47 %	Rémunération
1989	520	19	392	73,32 %	16,05 %	28,53 %	Rémunération
1990	462	20	387	83,06 %	1,90 %	- 6,07 %	Rémunération
1991	558	19	482	-	15,82 %	33,79 %	Rémunération
1992	614	18	540	74,62 %	- 1,21 %	8,79 %	Emploi
1993	671	17	650	76,75 %	5,30 %	11,92 %	Rémunération
1994	909	13	536	76,82 %	- 4,85 %	0,83 %	Emploi
1995	1.081	13	713	87,68 %	18,77 %	35,03 %	Rémunération
1996	1.126	13	904	91,57 %	10,32 %	21,21 %	Rémunération
1997	1.295	13	1.129	87,29 %	17,45 %	30,30 %	Rémunération
1998	1.461	12	1.184	89,26 %	15,20 %	22,01 %	Rémunération
1999	1.552	12	1.339	92,98 %	12,29 %	26,55 %	Rémunération
2000	1.367	12	1.464	88,28 %	- 0,68 %	- 11,18 %	Emploi
2001	1.710	12	1.146	106,16 %	- 6,41 %	- 11,83 %	Emploi
2002	1.493	12	841	103,46 %	- 12,10 %	- 20,93 %	Emploi
2003	1.226	13	1.164	94,58 %	15,70 %	33,35 %	Rémunération
Total	18.924	15	871	88,25 %	8,25 %	14,21 %	

Source : « Employment risk, compensation incentives and managerial risk taking evidence from the mutual fund industry » (*) annuels en

Que les gestionnaires à la traîne en termes de performance dans la première partie de l'année prendront moins de risques que les autres dans la seconde partie de l'année, lorsque la Bourse est dans un cycle baissier. Le risque de perdre leur emploi incite les moins per-formants à davantage de prudence. Leur objectif ? Ne pas figurer dans le dernier quartile en termes de performance, ce qui est souvent l'antichambre du licenciement dans un marché concurrentiel comme celui des Etats-Unis, sur lequel porte l'étude.

Au premier semestre, les gestionnaires pourraient être tentés de jouer le tout pour le tout dans la seconde partie de l'année en prenant de gros risques pour recoller au peloton et tenter une «résurrection». Un élément les en empêche : l'effet désastreux sur leur réputation et leur notoriété si cette prise de risque tournait à l'échec - avec une performance, du coup, vraiment catastrophique. Leur probabilité de retrouver un poste de gestionnaire par la suite s'en trouverait très amoindrie. Un vrai souci pour les jeunes professionnels au début de leur carrière. A l'inverse, dans les marchés en hausse, les gestionnaires les moins performants dans la première partie de l'année tendent à prendre davantage de risques au second semestre. Ils jugent le risque de chômage pour cause de contreperformance assez faible et souhaitent avant tout « se refaire » pour obtenir leur bonus. *«Les incitations liées à l'emploi ou à la rémunération agissent de manière diamétralement opposée sur la prise de risque par le gérant»*, dit l'étude.

CFR-Working Paper 2007-02

Alexander Kempf, Stefan Ruenzi, Tanja Thiele
Employment Risk, Compensation Incentives and Managerial Risk Taking - Evidence from the Mutual Fund Industry
http://www.cfr-cologne.de/download/workingpaper/cfr-07-02.pdf