

SOUSCRIPTIONS DE SICAV ET CONCURRENCE ENTRE RÉSEAUX

MOHAMMED SASSENOU ET FRANCK MARTIN,

SERVICE DES ÉTUDES, CAISSE DES DÉPÔTS ET CONSIGNATIONS

L'actualité des Sicav au cours de l'année 1990 a été largement dominée par le phénomène des Sicav monétaires qui, enregistrant un montant global de souscription nette de 187 MdF, se sont singulièrement distinguées des autres catégories de Sicav pour lesquelles les rachats ont été supérieurs aux souscriptions. Cette montée en puissance des Sicav monétaires a été accompagnée d'une recombinaison plus onéreuse de l'ensemble des ressources bancaires, ce qui a suscité l'inquiétude des milieux concernés et donné lieu à plusieurs projets de réforme, visant pour certains à endiguer ce mouvement (relèvement des droits d'entrée), ou pour d'autres, à en atténuer les conséquences négatives (décret du 28 juin 1991 sur la nouvelle règle de division des risques¹).

Si ces faits ont été maintes fois soulignés au point de constituer « la problématique des Sicav monétaires », peu d'études statistiques ont cependant été développées dans le but de comprendre ces mécanismes de souscription, et par là-même de fonder les projets de réforme sur des arguments empiriquement éprouvés. Les seuls travaux entrepris jusqu'à présent portent sur des séries temporelles agrégées par catégorie (*Artus, Legros, 1989, Lettre économique de la CDC n° 23, janvier 1991*). L'étude économétrique développée ci-après, en s'appuyant sur des données individuelles relatives à l'année 1990, vise à expliquer les disparités de souscription entre Sicav.

185

1 Publié aux J.O. du 28 juin 1991, le décret stipule que « pour les organismes de placements en valeurs mobilières à court terme monétaires, et par dérogation, la limite des 10 % prévue — montant maximum de l'actif d'un OPCVM en titres d'un même émetteur — est portée à 25 %, la limite des 40 % restant applicable. Ces dispositions ne peuvent s'appliquer qu'aux titres conférant exclusivement un droit de créance, qui sont émis par des établissements de crédits. Ces titres doivent avoir obtenu une notation établie par une agence de notation agréée par le ministère de l'Economie et des Finances ». Cette évolution réglementaire devrait permettre aux banques de se financer de façon privilégiée par l'émission de certificats de dépôts, et de récupérer ainsi par l'intermédiaire de leurs Sicav monétaires une partie des ressources ayant désaffecté les comptes à termes. En période de structure de taux inversée, l'émission de certificats de dépôts est moins onéreuse qu'un financement interbancaire, et au total le coût moyen de la ressource devrait... s'en trouver allégé.

Toutes les données individuelles utilisées pour notre étude sont issues des publications « Europerformance ». Afin de disposer pour chaque Sicav de toutes les informations jugées nécessaires, seules 649 sont retenues parmi les 898 recensées à la fin de l'année 1990. S'il altère nécessairement la représentativité de l'échantillon, ce procédé écarte par ailleurs les Sicav créées au cours de l'année 1990 dont la souscription peut profiter d'un phénomène de lancement.

Les principaux enseignements de ce préliminaire² sont fournis par une Analyse en Composantes Principales (ACP) qui propose deux axes pour expliquer 60 % de l'inertie totale du nuage de points, c'est-à-dire 60 % des oppositions existant au sein de l'ensemble des Sicav. La première de ces caractéristiques principales, expliquant 40 % de l'inertie, s'interprète comme un indicateur de performance globale. Elle oppose les Sicav à fort rendement et faible volatilité pour l'année 1990, aux autres. La seconde caractéristique principale, avec un pouvoir explicatif deux fois moins important s'interprète comme un indicateur de taille en termes de part de marché enregistrée à la fin 1989.

L'examen des corrélations entre ces deux caractéristiques principales, et les autres variables de l'analyse fournit deux enseignements intéressants (*tableau 1*). Le premier est relatif à l'indépendance entre la part de marché et le couple rendement-volatilité. Autrement dit les Sicav ayant enregistré les meilleurs performances ne sont pas nécessairement les plus importantes en termes de parts de marché.

Le second enseignement concerne la souscription nette. Cette variable est corrélée positivement avec la caractéristique de parts de marché en 1989. Par contre, elle ne semble pas liée à l'indicateur de performance globale (rendement-volatilité). Ceci suggère que la souscription nette est plus liée à la taille de la Sicav qu'à sa performance.

Le calcul des composantes principales pour les différentes modalités associées aux variables qualitatives de l'analyse permet de dresser les graphiques 1 et 2, qui fournissent une image assez synthétique de la population des Sicav pour l'année 1990. On observe en particulier que les quatre catégories de Sicav s'opposent aussi bien en termes de part de marché moyennes qu'en termes de performances.

À l'inverse les différents réseaux de parts de distribution se distinguent principalement par la taille moyenne de leur Sicav, et il n'est pas anodin de constater à ce niveau une opposition entre les grands réseaux en termes d'encours global et les autres.

² Pour plus de détail se référer au document de travail n° 1991.20/T du service des études économiques et financières de la CDC.

SOUSCRIPTIONS DE SICAV ET CONCURRENCE ENTRE RÉSEAUX

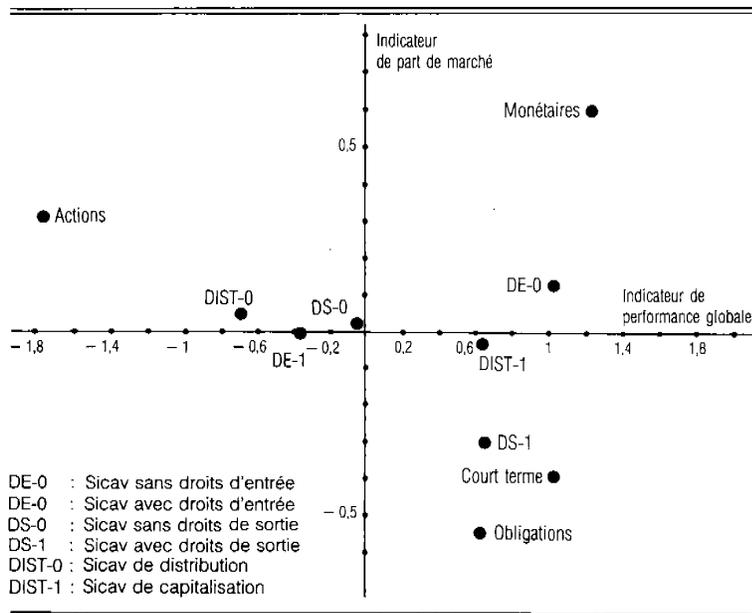
Tableau 1

CORRÉLATIONS ENTRE VARIABLES ET COMPOSANTES PRINCIPALES

	Indicateur principal Rendement-volatilité - 40 % de l'inertie -	Indicateur principal Rendement-volatilité - 20 % de l'inertie -
Rendement 1989	0,73	0,38
Rendement 1990	- 0,88	- 0,15
Volatilité	0,79	0,04
Part de marché 1989	- 0,22	0,71
Souscription nette 1990	- 0,19	0,63
Frais de gestion	0,45	- 0,39

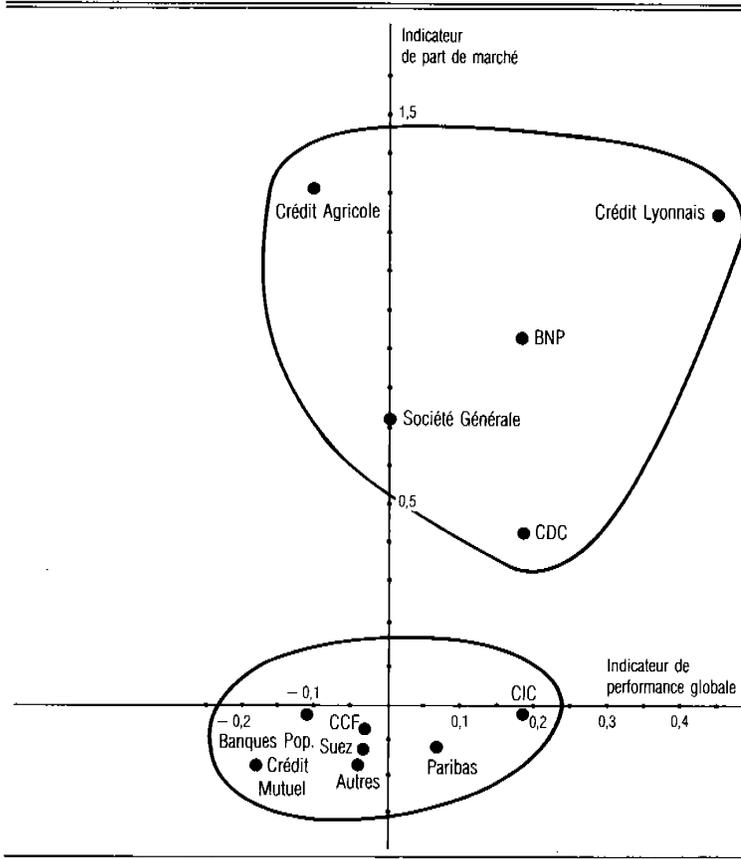
Graphique 1

MOYENNES DES COMPOSANTES PRINCIPALES POUR
LES MODALITÉS DES VARIABLES QUALITATIVES



Graphique 2

MOYENNES DES COMPOSANTES PRINCIPALES POUR LES RÉSEAUX



L'EXPLICATION ÉCONOMÉTRIQUE DES DISPARITÉS DE SOUSCRIPTION

Pour parvenir à une explication acceptable des disparités de souscription entre Sicav, nous examinons successivement deux types de modèles. Nous partons d'une série de spécifications élémentaires incorporant principalement des variables de rendement et de volatilité. À côté des modèles de choix de portefeuille de la théorie microfinancière où la part de richesse investie dans un actif dépend non seulement de son taux de rendement mais aussi de la covariance entre ce taux et ceux des autres actifs, ces spécifications de type « rendement-risque », sans effets croisés, peuvent s'interpréter comme des modèles de choix de produit, chaque Sicav étant déjà par définition un portefeuille d'actifs. Nous testons ensuite un second type de modèle, plus complet et nuancé, où les variables de rendement et de catégories sont croisées avec un indicateur de la taille de la Sicav ; cette dernière variable s'est révélée particulièrement discriminante lors de l'analyse en composantes principales, et positivement corrélée avec la souscription nette. Enfin à partir d'une spécification qui nous semble satisfaisante nous interprétons les résultats individuels en termes de réseaux de distribution, afin d'éclairer les évolutions respectives de leur part de marché au cours de l'année 1990.

189

Les modèles rendement-risque

Trois types de spécifications sont ici envisagées : des versions élémentaires intégrant uniquement des variables de performance ; des spécifications visant à tester l'existence d'effets particuliers imputables aux catégories ou aux réseaux ; des modèles d'arbitrage sur performance propres à chaque catégorie et réseau.

Les versions élémentaires

Les formalisations soumises au verdict de l'économétrie relient de façon linéaire la souscription d'une Sicav rapportée au niveau de souscription globale sur l'année 1990, aux rendements observés en 1989 et 1990, ainsi qu'à la volatilité caractérisant ces rendements.

Les résultats que propose le tableau 2 montrent la faible pertinence de ces modèles. Dans le meilleur des cas, seulement 2 % de la disparité des souscriptions individuelles est expliquée. Pour cette dernière spécification aucune des variables n'atteint les seuils de significativité acceptables. Avec un signe négatif et le plus fort coefficient en valeur absolue, la variable de volatilité révélerait une véritable aversion pour le risque si le paramètre associé était estimé avec plus de précision.

Au total ces premières estimations traduisent un comportement d'arbitrage de la part des investisseurs, apparemment sensibles aux rendements, présents et passés, ainsi qu'à la volatilité, mais l'essentiel du phénomène de souscription n'est pas expliqué.

La mesure des effets catégorie et réseau

Quand on complète le modèle de base par des variables indiquant la catégorie de la Sicav (monétaire, régulière et sensible, action, obligation) ou son réseau d'appartenance, les résultats ne sont guère plus satisfaisants. La prise en compte de la catégorie de la Sicav augmente la variance expliquée, mais induit une chute de la significativité des variables de base. L'introduction d'un effet réseau s'avère sans incidence. Contrairement à une idée préconçue la distribution par un grand réseau ne favorise pas, à performances égales, une souscription accrue. En d'autres termes, il n'y a pas ce que l'on aurait pu appeler une prime de réseau.

L'introduction de droits d'entrée, de droits de sortie, de frais de gestion ou d'une variable indiquant le mode de distribution des revenus, n'améliore pas la qualité des ajustements, aucune de ces variables n'apparaissant explicative.

Des modèles propres à chaque catégorie et réseau

Une autre manière de tester la spécificité de chacune des catégories ou de chacun des réseaux consiste à établir une régression pour chacune des modalités associées à ces deux variables. Dans ce cas les hypothèses de travail diffèrent. On ne considère plus qu'il existe un modèle valable globalement tout en autorisant l'existence de certaines spécificités, mais que les logiques d'arbitrage s'exercent uniquement entre produits d'une même catégorie de Sicav, ou alternativement d'un même réseau.

- Les catégories : les ajustements effectués par catégorie s'avèrent peu concluants. Pour les quatre sous-populations, on parvient, certes à expliquer une part plus importante de la variance observée, mais les indicateurs de performances n'apparaissent pas significatifs (*tableau 3*). On retrouve en outre le résultat obtenu précédemment au niveau global, sur la faible significativité des variables de prix et de revenu.

- Les réseaux : pour chaque réseau de distribution plusieurs ajustements ont été testés. Que l'on tienne ou non compte d'un effet catégorie, ou des variables de prix et de revenu, la plupart de ces ajustements mettent en exergue la faible pertinence des indicateurs de rendement et de volatilité. Par contre, on constate dans la majeure partie des cas le caractère explicatif des variables de droits d'entrée, de frais de gestion, et dans une moindre mesure des droits de sortie, qui apparaissent de plus avec le signe attendu.

SOUSCRIPTIONS DE SICAV ET CONCURRENCE ENTRE RÉSEAUX

Tableau 2

MODÈLES « RENDEMENT RISQUE »

	Rendement 1990	Rendement 1989	Volatilité	R ² (RMSE)
	0,02 (2,19)			0,01 (3,46)
		0,00 (- 0,03)		0,00 (3,47)
Modèles simples			- 0,12 (- 2,53)	0,01 (3,45)
« Rendement risque »	0,04 (2,79)	0,04 (1,72)		0,01 (3,45)
	0,01 (0,85)		- 0,09 (- 1,52)	0,01 (3,46)
		- 0,02 (- 1,10)	- 0,14 (- 2,76)	0,01 (3,45)
	0,03 (1,68)	0,05 (1,82)	- 0,10 (1,63)	0,02 (3,45)
Modèle avec un effet catégorie	0,00 (0,18)	0,02 (0,13)	- 0,02 (- 0,27)	0,07 (3,35)
Modèle avec un effet réseau	0,02 (1,50)	0,05 (1,84)	- 0,10 (- 1,80)	0,04 (3,45)
Modèle avec effets catégorie et réseau	0,00 (- 0,05)	0,00 (0,16)	- 0,02 (- 0,36)	0,09 (3,35)

191

	Rendement 1990	Rendement 1989	Volatilité	Droits d'entrée	Droits de sortie	Frais de gestion	Distri- bution	R ² (RMSE)
Modèle avec effets catégorie et réseau	0,00 (0,02)	0,01 (0,30)	- 0,03 (- 0,43)	- 0,07 (- 0,17)	- 0,46 (- 0,81)	0,21 (0,40)	0,42 (1,29)	0,10 (3,35)

Les T de Student sont donnés entre parenthèses, RMSE indique l'écart-type résiduel.

Tableau 3

MODÈLES « RENDÈMENT-RISQUE » PAR CATÉGORIE

	Rendement 1990	Rendement 1989	Volatilité	Droits d'entrée	Droits de sortie	Frais de gestion	Distri- bution	R ² (RMSE)
Actions	- 0,00 (- 0,11)	- 0,00 (- 0,45)	- 0,00 (- 0,43)	- 0,59 (- 1,42)	0,13 (0,32)	0,03 (0,14)	0,05 (0,37)	0,21 (0,78)
Court terme	0,10 (0,45)	0,08 (0,61)	- 0,10 (- 0,29)	0,24 (0,75)	- 0,11 (- 0,18)	0,52 (0,73)	- 0,50 (- 1,14)	0,55 (1,56)
Monétaires	2,77 (1,00)	- 0,98 (- 0,37)	- 0,01 (- 0,00)	0,39 (0,33)	- 1,10 (- 0,47)	- 2,47 (- 0,88)	2,46 (1,15)	0,43 (5,68)
Obligations	- 0,01 (- 0,41)	0,00 (0,14)	- 0,01 (- 0,06)	0,00 (0,01)	0,27 (1,02)	0,00 (0,32)	- 0,05 (- 0,34)	0,45 (1,01)

Parce qu'aux deux niveaux d'analyse précédents (modèle global et modèles par catégorie), les variables de performance et de prix ne se sont pas révélées significatives (ou suffisamment explicatives), le résultat positif au niveau des réseaux, pour les indicateurs de droits d'entrée, de sortie et de frais de gestion, incite à dresser une conclusion d'ensemble des modèles rendement-risque. La confrontation de ces trois résultats laisse en effet penser que les arbitrages effectués par les investisseurs sont pour l'essentiel de type intra-réseau, c'est-à-dire portant sur les Sicav d'un même réseau, et qu'en outre ils ne sont que partiels puisque les comparaisons semblent porter uniquement sur les variables de prix.

Cette lecture des résultats économétriques appelle une interprétation économique. Précisément, qu'est-ce qui incite les investisseurs à ne pas développer les arbitrages de ce type inter-réseaux, c'est-à-dire entre Sicav de réseaux différents ? Tout semble se passer comme s'il existait des coûts de passage entre réseaux, conformes aux coûts de changement de fournisseur de la littérature théorique, encore qualifiés de *switching costs* (Klemperer, 1987 ; Von Weizsächer, 1984). Or dans la pratique, qu'il s'agisse de banques ou de sociétés de Bourses de tels coûts n'existent pas. L'ouverture d'un compte titres nécessaire à la souscription de parts de Sicav est gratuite. Seule la souscription au sein d'un réseau particulier d'une Sicav normalement distribuée par un autre réseau donne lieu à une tarification additionnelle venant s'ajouter aux droits d'entrée. En définitive, on est conduit à percevoir les clientèles des différents réseaux comme relativement captives, ce qui peut signifier qu'elles attachent un coût psychologique aux changements de réseau, ou encore qu'elles n'envisagent cette éventualité que selon la modalité onéreuse (achat *via* le réseau initial).

Un modèle plus complet et nuancé

Devant l'échec des modèles de type rendement-risque, et en particulier de la version distinguant les Sicav selon leur catégorie, nous avons reformulé les spécifications précédentes en croisant cet effet catégorie, avec la part de marchés de la Sicav, en termes d'encours pour 1989, cette dernière variable pouvant le cas échéant s'interpréter comme un effet de notoriété ou de clientèle.

Les résultats obtenus traduisent un saut qualitatif important puisqu'on explique alors 45 % de la variance observée sur les souscriptions. Comme le montre le tableau 4, « l'effet notoriété » n'est positif que pour les Sicav monétaires, et négatif dans les trois autres cas, avec un effet particulièrement défavorable pour les Sicav d'obligations. Exceptée l'inversion entre ces dernières et les Sicav actions, le positionnement de ces « effets notoriété » reflète l'échelle des rendements des différentes catégories pour 1990, et traduit implicitement un effet de rendement catégoriel, l'impact pour une Sicav étant fonction de sa taille. Ainsi ce sont surtout les « grosses Sicav monétaires » qui bénéficient du rendement moyen de la catégorie, et inversement les Sicav obligations à forte part de marché pâtissent de ce même effet de rendement.

En définitive le modèle suggère une interprétation en termes de transfert d'épargne entre catégories. Si l'on élude le phénomène de sous-appréciation du rendement des obligations, on pourrait schématiquement distinguer deux catégories d'investisseurs associées à deux types de Sicav : les premiers perçoivent correctement la formation des rendements sur la période et allouent leur épargne selon cette logique par des transferts entre « grosses Sicav » ; les seconds appréhendant avec une acuité plus faible la formation de ces rendements réagissent de façon moins marquée par des transferts entre « petites Sicav ».

On retrouve ce qui s'apparente à un effet de clientèle en introduisant, de façon explicite cette fois, une variable de rendement. En partitionnant l'ensemble des Sicav selon un critère de taille, on observe un comportement d'arbitrage limité au cas des Sicav dépassant un encours de 7 MdF. Les tests effectués permettent d'assurer la pertinence du choix de ce seuil, et indique également que ces comportements d'arbitrage sur rendements ne sont significatifs que pour les indicateurs de l'année 1990. Combiné aux facteurs explicatifs précédents, ce dernier effet permet d'obtenir un modèle expliquant 50 % de la variance.

Un examen attentif de ce résultat permet d'isoler certaines Sicav particulièrement mal appréhendées. Il s'agit d'un groupe de treize Sicav ayant pour traits dominants, la caractéristique monétaire, un encours important, et l'appartenance à un gros réseau. L'attitude courante en pareille situation, consiste à écarter de l'analyse les observations atypiques. Cette

Tableau 4

MODÈLES « RENDEMENT-RISQUE » COMPLÉTÉS

	Effet actions	Effet court terme	Effet monétaires	Effet obligations	Rendement petites Sicav	Rendement grandes Sicav	Volatilité	R ² (RMSE)
Arbitrages catégoriels	- 1,27 (- 2,09)	- 3,04 (- 8,30)	6,79 (20,47)	- 3,30 (- 5,00)				0,45 (2,57)
Arbitrages sur rendements des Sicav à fort encours					0,01 (1,25)	0,06 (5,81)		0,13 (3,24)
					0,01 (0,50)	0,06 (4,2)	- 0,05 (- 0,88)	0,13 (3,24)
Modèle global	- 3,37 (- 5,09)	- 3,82 (- 10,36)	4,70 (10,88)	- 6,09 (- 8,20)	0,00 (- 0,42)	0,04 (3,63)	0,01 (0,22)	0,50 (2,47)
Modèle global avec effets complémentaires	- 4,36 (- 10,62)	- 3,59 (- 15,68)	5,23 (19,01)	- 7,42 (- 16,08)	0,00 (- 0,49)	0,03 (3,98)	0,02 (0,89)	0,81 (1,53)
	- 4,24 (- 10,63)	- 3,60 (- 15,76)	5,20 (18,96)	- 7,43 (- 16,15)		0,03 (7,76)		0,81 (1,53)

pratique ne peut être ici envisagée, puisqu'elle rendrait délicate l'examen des performances des réseaux. Aussi nous choisissons de les maintenir dans nos estimations, tout en les distinguant par l'ajout de deux variables indicatrices. On obtient alors un ajustement qui explique 81 % de la variance observée³.

³ Son écriture vectorielle est la suivante :

$$SNR = - 4,24 PM [ac] - 3,60 PM [ct] + 5,20 PM [mo] - 7,43 PM [ob] + 0,03 REND [gs] + 20,57.I [so] - 7,65.I [su]$$

où : SNR : Souscription nette relative
PM : Part de marché en 1989
REND : Rendement en 1990
I : Vecteur unitaire

avec : $X [j] = \begin{cases} X_i & \text{si la Sicav } i \text{ est de type } j \\ 0 & \text{sinon} \end{cases}$

On a respectivement :
[ac] : Sicav actions
[ct] : Sicav court terme (régulières et sensibles)
[mo] : Sicav monétaires
[ob] : Sicav obligations
[gs] : Sicav dont l'encours est supérieur à 7 MdF
[so] : Sicav initialement sous-estimée par le modèle
[su] : Sicav sur-estimées

Ce dernier modèle regroupe en fait deux types d'explication des disparités de souscription entre Sicav : les quatre premières variables font apparaître des mécanismes d'arbitrage qui sont certes de type catégoriel, mais les mesures individuelles pour chaque Sicav sont à apprécier en fonction de leur part de marché. La variable de rendement pour l'année 1990 constitue, elle, une explication de nature essentiellement micro-économique puisque les comportements d'arbitrage portent sur les rendements individuels et non catégoriels. Il faut cependant rappeler que cet effet ne concerne que les Sicav à fort encours, et qu'à lui seul il explique 13 % de la variance observée, contre 45 % pour la première explication.

*Une interprétation
des performances des réseaux*

Apprécié en termes de souscription moyenne par réseau, ce modèle fournit un bon éclairage sur l'évolution récente des parts de marché des différents réseaux. Le tableau 5 propose la contribution de chaque variable à l'explication des différences de souscription moyenne entre la Caisse des dépôts (y compris les Sicav distribuées par les réseaux Ecureuil, Poste et Trésor) et deux de ses principaux concurrents, pour lesquels le modèle s'est avéré particulièrement pertinent : le Crédit Agricole et le Crédit Lyonnais.

195

Dans cette opposition entre les deux premiers réseaux français, la différence de souscription moyenne, à l'avantage de la Caisse des dépôts, est principalement expliquée par un effet de structure. En d'autres termes cette dernière institution propose une gamme de produits mieux adaptée aux données macro-financières de l'année 1990.

Plus précisément, cet effet de structure est la combinaison d'un facteur de composition de l'ensemble des Sicav respectivement proposées (pour chaque réseau, proportion des différents types de Sicav) et d'un autre traduisant l'impact des parts de marché moyennes par catégorie de Sicav. On observe en effet que le Crédit Agricole est relativement plus présent (88 % contre 75 %) dans les trois catégories qui pâtissent de l'effet rendement catégoriel négatif : les Sicav actions, régulières et sensibles, et obligations. Ce désavantage est appuyé par le fait que ses Sicav sont en moyenne de taille plus importante que celles de son rival, ce qui renforce les mécanismes d'arbitrage que l'on a précédemment évoqués. Le facteur « taille moyenne » joue en faveur du Crédit Agricole pour la catégorie des Sicav monétaires, ce qui lui permet, malgré une plus faible présence dans cette catégorie (11,7 % contre 25,5 %), de profiter plus que la Caisse des dépôts des mécanismes d'arbitrage positifs.

L'effet de structure de produits s'oppose au facteur micro-économique d'arbitrage sur le rendement des Sicav à fort encours, où le Crédit Agricole

Tableau 5

CONTRIBUTION DE CHAQUE VARIABLE AUX ÉCARTS DE SOUSCRIPTION (EN %)

	Souscriptions nettes observées	Effet actions	Effet court terme	Effet moné- taires	Effet obliga- tions	Effet de structure global	Effet grandes Sicav	Autres effets	Souscriptions nettes expliquées	Erreurs relatives
en moyenne	2,03	0,65	0,65	- 0,43	1,11	1,98	- 0,4	0,65	2,23	9,9 %
globalement	64,93	1,90	8,86	5,16	2,9	18,82	5,86	35,88	60,56	6,7 %
en moyenne	- 1,11	0,5	0,04	- 1,15	0,25	- 0,36	- 0,30	- 0,41	- 1,07	369 %
globalement	16,11	- 2,3	- 1,78	3,79	- 12,83	- 13,12	9,09	20,57	16,54	2,7 %

devance la Caisse des dépôts sous les effets d'une proportion plus importante de « grosses Sicav », et de rendement moyen également plus élevé.

Quand on raisonne non plus en moyenne, mais en niveau agrégé, c'est-à-dire en multipliant toutes les contributions par le nombre total de Sicav proposées par ces deux réseaux, l'avantage globale que retire la Caisse des dépôts n'en est que renforcé.

Les enseignements que l'on peut tirer de cette analyse portent principalement sur la politique de gamme des réseaux de distribution ou des établissements promoteurs. Il s'agirait surtout de respecter un équilibre entre les catégories lors de la diversification de la gamme de produits, et au sein de chacune de ces catégories une concentration suffisante, afin que les mécanismes de réallocation d'épargne s'exercent essentiellement entre les Sicav d'un même réseau. Une double condition qui devrait permettre en outre de capter les ressources qui pourraient se désintéresser des réseaux aux gammes mal équilibrées.

Le résultat que nous voudrions mettre en avant au terme de cette étude est la grande difficulté éprouvée pour isoler des comportements d'arbitrage sur performances individuelles. Plus que dans le cadre du modèle général, c'est-à-dire applicable à toutes les Sicav, c'est surtout lorsqu'on raisonne séparément sur chaque catégorie que la faible pertinence de ce type de schéma d'interprétation est surprenante. Par confrontation avec ces deux premiers résultats, celui obtenu sur les réseaux de distribution laisse penser que les mécanismes d'arbitrage sur caractéristiques individuelles sont simplement le fait de comparaisons des variables tarifaires. Il faut ici souligner que cette apparente sensibilité des investisseurs aux variables de prix, et notamment aux droits d'entrée ne s'oppose pas aux résultats obtenus lors d'une étude précédente sur données temporelles agrégées (*lettre économique de la CDC, n° 23, janvier 1991*) montrant pour le cas des Sicav monétaires, l'absence de relation entre le poids des droits d'entrée et le volume des souscriptions. Il s'agit en fait d'approches différentes et complémentaires, dont les résultats ne peuvent véritablement s'opposer. Une analyse sur données agrégées appréhende le partage des flux d'épargne financière entre grands types de placement (liquidités, actions, obligations, catégories d'OPCVM, ...) en évaluant les performances comparées de ces actifs, de sorte que pour les Sicav, une élévation générale des tarifs au niveau individuel peut logiquement ne peut avoir de conséquence au niveau agrégé.

Le corollaire de cet échec quasi généralisé des modèles « rendement-risque » est la révélation de comportements d'arbitrage sur rendement catégoriel. Plus que les mécanismes de transfert d'épargne entre catégories de Sicav, la véritable originalité de la spécification retenue réside dans l'indexation de ces transferts sur la taille du produit, ce qui suggère en fait

des mouvements cloisonnés de réallocation d'épargne. Notons également que ce schéma d'interprétation n'est pas incompatible avec l'idée de clientèles captives à l'égard des réseaux. Simplement, selon l'intensité de cette dernière propriété, les transferts entre catégories sont de type intra ou inter-réseaux.

Première analyse des déterminants de la souscription de parts de Sicav sur données individuelles, cette étude est de fait de nature exploratoire. Le complément le plus immédiat de notre approche serait l'apport d'une dimension temporelle, c'est-à-dire la mise en œuvre d'une véritable économétrie de données de panel permettant d'éprouver plus solidement ces premiers schémas d'interprétation. Parmi les enrichissements envisageables dans ce cadre, il faudrait sans doute retenir d'abord le remplacement des variables de rendement et de volatilité constatés enfin de période, par la définition de processus d'anticipation.

RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

- Artus P., Legros F., 1990 : « Parts de marché des différents types de Sicav : une tentative d'explication », Document de travail CDC n° 1990-07/E, avril.
- Klemperer P.D., 1987 : « Markets with switching costs », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 102.
- « Le développement des Sicav monétaires » : lettre économique de la CDC n° 23, 1991.
- Sassenou M., Martin F., 1991 : « Souscriptions de parts de Sicav et concurrence entre réseaux », Document de travail CDC n° 1991-20/T, septembre.
- Von Weizsächer C.C., 1984 : « The costs of substitution », *Econometrica*, vol. 52.
- Sources statistiques*
- Note mensuelle OPCVM, Europerformance, décembre 1990.
- Palmares Europerformance, décembre 1990.
- Statistiques Europerformance, décembre 1990.