JOURNAL DE LA SOCIÉTÉ STATISTIQUE DE PARIS

M. GALLAIS-HAMONNO

La gestion des SICAV jugée par un test statistique

Journal de la société statistique de Paris, tome 111 (1970), p. 6-22
<http://www.numdam.org/item?id=JSFS_1970__111__6_0>

© Société de statistique de Paris, 1970, tous droits réservés.

L'accès aux archives de la revue « Journal de la société statistique de Paris » (http://publications-sfds.math.cnrs.fr/index.php/J-SFdS) implique l'accord avec les conditions générales d'utilisation (http://www.numdam.org/conditions). Toute utilisation commerciale ou impression systématique est constitutive d'une infraction pénale. Toute copie ou impression de ce fichier doit contenir la présente mention de copyright.

NUMDAM
Article numérisé dans le cadre du programme
Numérisation de documents anciens mathématiques
http://www.numdam.org/

II

LA GESTION DES SICAV JUGÉE PAR UN TEST STATISTIQUE

Introduction

Depuis la malheureuse expérience de Law au XVIIIe siècle, la France a toujours éprouvé une grande méfiance vis-à-vis de toute innovation dans le domaine bancaire ou financier.

C'est pourquoi l'année 1963 représente, à nos yeux, une date importante : quarante ans après les États-Unis qui ont inventé la formule, et quatorze ans environ après nos partenaires du Marché commun, la France se dotait d'une des seules institutions financières capables de collecter l'épargne effectuée par les classes *moyennes* qui, dans un pays avancé, représentent la majorité des épargnants.

Dans cette adaptation de notre structure financière au monde moderne, il faut souligner l'importance historique du Comité présidé par M. Lorain, président de la Société Générale, et je suis heureux de pouvoir le faire devant lui et lui rendre ainsi publiquement hommage, puisqu'il a fait l'honneur à notre Société de venir parmi nous ce soir.

Ce Comité, créé en 1962 par le ministre des Finances, M. Giscard d'Estaing, faisait partie d'une politique d'ensemble visant à faire de Paris une place financière internationale. Ce Comité avait pour objectif spécifique de « rechercher les moyens propres à assurer (...) le financement des objectifs économiques et sociaux que nous nous sommes fixés ».

Le problème des SICAV — un des points parmi d'autres étudiés par le Comité — n'était pas nouveau car la loi de finances de 1957 prévoyait expressément leur création, mais les textes d'application n'avaient pas été pris.

En mai 1963, après neuf mois de travail (et de discussions parfois vives, entre autres sur le problème de savoir si le « panachage » des actions et des obligations à l'intérieur du portefeuille des SICAV devait être réglementé ou laissé à leur discrétion) le Comité recommandait unanimement la création des SICAV. Cette recommandation fut suivie d'effet puisque les SICAV furent juridiquement consacrées par le décret du 20 septembre 1963.

C'est pourquoi, aussi, M. Lorain récuse le titre de « Père » des SICAV car la paternité revient au texte de 1957 mais accepte avec fierté celui « d'accoucheur » des SICAV [1].

***

Vous savez que le sigle SICAV signifie « Société d'investissement à Capital variable ».

« Société d'investissement », elle a en effet pour but de collecter l'épargne du public et de gérer, avec les sommes ainsi recueillies, un portefeuille de valeurs mobilières.

Mais le génie de l'institution provient de la *variabilité du capital :* la SICAV émet continuellement de nouveaux titres et rachète continuellement les anciens titres; ces émissions et rachats permanents sont effectués par la SICAV elle-même en dehors de toute intervention

1. Lors de la discussion, M. Lorain a raconté cette histoire et a employé ce terme.

de la Bourse, ce qui supprime toute possibilité de décote ou surcote; le titre est racheté à sa « valeur liquidative » et est émis avec une commission de vente de 4,75 %.

Depuis 1964, le nombre des SICAV a été multiplié par quatre puisque de sept en mars 1964, elles sont aujourd'hui 27, sans compter celles qui sont secrètement en préparation. Mais le signe le plus sûr du succès est représenté par le fait que neuf sur ces 27 SICAV sont d'anciennes sociétés d'investissement *fermées* qui ont adopté la forme *ouverte*.

Les SICAV existantes se répartissent en trois groupes.

1) 5 SICAV ne s'intéressent pas aux particuliers et ont été créées pour répondre aux besoins spécifiques des organismes que l'on appelle les « investisseurs institutionnels ». Ces SICAV sont la marque de l'année 1968 et de l'intervention directe des Compagnies d'assurances en ce domaine.

2) 8 SICAV sont orientées vers l'objectif du *rendement* et ont un portefeuille composé *presque* uniquement d'obligations. Elles représentent l'apport de l'année 1967.

3) Enfin, 14 SICAV diversifiées sont axées sur les actions mais possèdent un volant réglementaire d'obligations. (Ce volant représente la solution de compromis adoptée par le Comité Lorain : les SICAV doivent avoir en permanence 30 % de leur actif en obligations françaises et en liquidités). Ces SICAV ont une stratégie du « juste milieu », valorisation du capital grâce aux actions et rendement minimum grâce aux obligations.

*
* *

Ce soir, je ne vous parlerai que de ces SICAV diversifiées — et encore, pas de toutes, seulement de celles qui ont été créées entre 1964 et 1966.

Je me suis posé le problème suivant : peut-on juger scientifiquement la qualité de la gestion d'une SICAV?

Pour l'épargnant qui a fait confiance à une SICAV, la réponse est facile : la « bonne » SICAV est celle qui fait fructifier au maximum ses économies, soit sous forme de dividendes, soit sous forme de plus-values.

Vous trouverez la réponse à cette question dans le tableau I en annexe; il indique le résultat au 31 décembre 1968 d'un placement de 10 000 F effectué en titres SICAV au 1er janvier des années 1965, 1966, 1967 et 1968. J'ai ajouté ce tableau parce que j'ai pensé qu'il satisferait votre curiosité mais je ne vous en parlerai pas.

En effet, je me suis posé une question plus « vicieuse » que celle de savoir combien j'aurais gagné en achetant des titres SICAV.

Je veux savoir si les gérants des SICAV se sont seulement laissés porter par l'évolution de la Bourse ou, au contraire, ont su *battre le marché*, en montant *plus* en période de hausse et en baissant *moins* en période de baisse.

C'est le résultat de cette recherche que je me propose de vous communiquer.

PREMIÈRE PARTIE

LA MÉTHODE DU TEST

Chaque jour, la *valeur liquidative* du titre de la SICAV est publiée; il s'agit de la valeur boursière du portefeuille, y compris les liquidités, divisée par le nombre de titres en circulation.

Cette valeur liquidative représente le résultat des choix effectués par les gérants des SICAV quant à la composition de leur portefeuille. Celle-ci résulte d'une double série de décisions : décisions d'acheter (ou de vendre) des titres individuels et décisions d'obtenir une certaine répartition du portefeuille entre grandes masses (ces deux séries de décisions sont évidemment interdépendantes).

Si la liberté des gérants est totale quant à la sélection de titres individuels, elle ne l'est pas entre les quatre grandes catégories de titres.

Ils doivent avoir *au moins* 30 % de leur portefeuille en liquidités et obligations françaises; mais ce volant légal peut être dépassé et l'importance relative des obligations et des liquidités peut varier selon la conjoncture.

Par contre, les gérants répartissent librement les 70 % restants entre actions françaises et valeurs (actions et obligations) étrangères. Cette liberté est seulement limitée par les statuts, dans le cas des SICAV à vocation géographique : *Sliva-France* n'achète pas de titres étrangers et *America-Valor* d'actions françaises.

Nous voyons donc que la valeur liquidative d'un titre SICAV est le résultat d'un « panachage » d'actions et d'obligations françaises, de valeurs étrangères et de liquidités.

Il faut donc tenir compte de ces quatre éléments pour juger valablement la qualité des décisions effectuées par les gérants des SICAV, qualité qui se traduit dans la valeur liquidative.

D'où l'idée de base du test : la gestion d'une SICAV (indiquée par l'évolution de sa valeur liquidative) ne peut être jugée comme « bonne » que si elle est supérieure aux résultats d'une SICAV *théorique* qui aurait réparti son portefeuille de la même manière entre ces quatre composantes, mais qui aurait *acheté les indices au lieu de sélectionner des titres individuels.*

Une telle analyse demande donc la construction d'une SICAV théorique et des calculs qui permettent de faire intervenir les lois du hasard, deux points que nous allons maintenant développer.

I. — La construction de la SICAV de référence

Pour chaque SICAV, prise individuellement, un ordinateur a construit une SICAV théorique composée d'indices. Cette construction demande de choisir des indices et des éléments de pondération.

Les indices choisis

Les quatre composantes du portefeuille de la SICAV effective se reflètent dans *sa* SICAV théorique par les indices suivants.

1. *Liquidités : une valeur constante, égale à 100*

Cette valeur a été choisie sur les conseils de la DAFSA. En effet la réglementation de l'utilisation par les SICAV de leurs liquidités est très stricte. On peut penser que les produits financiers du placement à court terme des liquidités permettent seulement la conservation de leur pouvoir d'achat.

2. *Obligations françaises :* l'indice des Valeurs françaises à Revenu fixe de l'I. N. S. E. E.

3. *Actions françaises :* l'indice des Valeurs françaises à Revenu variable de l'I. N. S. E. E.

A l'époque de ce test, les indices de la Compagnie des Agents de change n'existaient pas encore. En outre, comme me l'a expliqué un des créateurs de ces indices, les indices de l'I. N. S. E. E. sont plus *sensibles* que ceux de la Compagnie des Agents de change mais n'aboutissent pas à des résultats fondamentalement différents.

4. *Valeurs étrangères :* le Dow-Jones

Ce choix demande une remarque et soulève une critique :

— la remarque : le Dow-Jones est lui aussi plus sensible aux variations de cours que le Standard & Poor. Mais il correspond très exactement à l'esprit de ce test : composé uniquement de 30 valeurs, un particulier peut parfaitement l'acheter en achetant un titre de chacune de ses 30 sociétés. Au 31 janvier 1969, cela coûtait 946 $ non compris les frais de courtage. Acheter le *Dow-Jones* peut paraître un comportement idiot mais les rares enquêtes existantes prouvent que la quasi-totalité des Américains qui « boursicotent » ferait mieux d'adopter cette stratégie... ou bien d'acheter des parts d'Open Funds.

En outre, le Dow-Jones est l'indice de référence permanent aux États-Unis : dernièrement nous avons trouvé un placard publicitaire dans le *Time Magazine* où un nouvel Open Fund déclarait que les gérants n'étaient rémunérés que *si* ils faisaient mieux que le Dow-Jones...

Ce choix, par contre, soulève une critique : les SICAV n'ont pas seulement des valeurs américaines mais aussi des valeurs européennes. Or, depuis 1962, les Bourses européennes ont un comportement différent de celui de la Bourse new-yorkaise. Pour construire une SICAV indiciaire parfaitement similaire à la SICAV, il aurait fallu tenir compte de l'évolution des indices des Bourses européennes : nous n'avons pu le faire car nous ne possédions pas les séries statistiques nécessaires.

Ce biais n'est pas très grave pour la plupart des SICAV qui ont surtout des valeurs américaines, mais enlève toute signification à l'analyse de *SOGINTER* : c'est pourquoi cette SICAV est absente du test.

La pondération utilisée

Pour que la SICAV de référence soit semblable à la SICAV effective, ces quatre indices doivent être pondérés. J'ai utilisé le poids de chacune des quatre composantes du portefeuille de la SICAV à la fin de chaque trimestre et ces poids ont été utilisés jusqu'à la fin du trimestre suivant.

C'est-à-dire, par exemple, que la répartition au 31 décembre est appliquée jusqu'au 31 mars et, à partir d'avril, la répartition au 31 mars s'applique.

Techniquement, cela entraîne un « saut » dans l'indice alors que cette répartition trimestrielle est le résultat d'une lente évolution, à la limite journalière. Mais la répartition du portefeuille est seulement publiée à la fin de chaque trimestre et il nous a paru que calculer des répartitions mensuelles ou hebdomadaires au moyen d'interpolations aboutissait seulement, au prix d'un très gros travail, à substituer un arbitraire à un autre.

Méthodologiquement, cette décision de prendre la répartition choisie par les gérants de la SICAV est importante, car *je leur donne le préjugé favorable.*

Je dois dire que l'idée m'est bien venue de tirer au sort cette répartition et de voir le résultat. Mais une telle expérience, pour prouver quoi que ce soit, aurait dû être recommencée un nombre appréciable de fois et je n'en avais pas la possibilité matérielle.

II. Le test de Student-Fisher

Les quatre indices pondérés me donnent donc l'évolution de la SICAV théorique propre à chaque SICAV individuelle. Cette SICAV indiciaire se présente sous la forme d'un indice à base 100.

L'évolution de la valeur liquidative de chaque SICAV a été transformée en indice, en déduisant le coupon annuel de la base du calcul après chaque distribution, afin de ne mesurer que la valorisation du titre (les indices de référence ne mesurant pas explicitement le rendement des valeurs).

Nous avons donc deux variables aléatoires :

— l'évolution hebdomadaire de l'indice de la Valeur liquidative de la SICAV réelle;

— l'évolution hebdomadaire de l'indice de la SICAV théorique.

Il est alors intéressant d'utiliser la loi de Student-Fisher car son coefficient T^* résume la différence d'évolution de deux variables stochastisques et permet de juger le résultat obtenu sur une loi du hasard et non pas sur une quelconque impression.

Où ce coefficient T^* a pour formule :

$$T^* = \frac{\overline{X} - \overline{R}}{\sqrt{\frac{S^2X}{ni} + \frac{S^2R}{mi}}}$$

où : S^2X = variance des données de la SICAV (X).

S^2R = variance des données de la SICAV de référence (R).

ni = mi = nombre de données de la SICAV (X) et de la SICAV de référence.

$\overline{X}$ = Moyenne arithmétique des données de la SICAV (X).

$\overline{R}$ = Moyenne arithmétique des données de la SICAV de référence.

Remarquons que l'idée de la formule de Student-Fisher est de mesurer la différence d'évolution de deux variables aléatoires par la *différence de leur moyenne arithmétique* $(\overline{X} - \overline{R})$.

Ce T^* calculé est alors comparé au « T » théorique de la Loi de Student-Fisher.

Cette loi, selon le nombre d'observations et le « degré de confiance » nous donne un coefficient théorique qui détermine trois zones.

1. Si le T* calculé tombe dans l'espace compris entre —T et +T, cela signifie que le calcul des probabilités ne nous permet pas de dire si la différence d'évolution entre le SICAV et sa SICAV de référence est due à autre chose que le hasard. C'est-à-dire que sa performance est « techniquement » égale à celle des indices, *compte tenu de la répartition de son portefeuille.*

2. Si le T* calculé est *inférieur à « —T »* les probabilités nous disent que l'infériorité des performances de la SICAV par rapport à sa SICAV de référence est due à autre chose que le hasard : la SICAV a fait *moins bien* qu'un portefeuille composé d'indices.

3. Enfin, si le T* calculé est *supérieur* à « + T » la SICAV a fait statistiquement *mieux* que les indices : la sélection des valeurs individuelles lui a permis de *battre le marché.*

J'ai effectué ce test sur des données hebdomadaires (celles du vendredi) et pour les périodes suivantes :

— 1965, 1966, 1967 : sur la base du 31 décembre de l'année précédente.
— 1965-1966 et 1965-1966-1967 réunies, sur la base du 31 décembre 1964 (1).

SECONDE PARTIE

LES RÉSULTATS DU TEST

Le tableau de la page suivante nous montre les résultats que j'ai obtenus.

Ces résultats doivent s'apprécier en se rappelant que ce test nous révèle l'habileté des différentes SICAV *une fois qu'elles ont choisi (ou obtenu) une certaine répartition de leur portefeuille :* habileté à sélectionner des valeurs défensives dans un marché à la baisse ou des valeurs de croissance dans un marché à la hausse.

Par contre l'évolution de la valeur liquidative effective nous indique le résultat *conjoint* de la répartition du portefeuille et de la sélection des titres qui le composent. C'est pourquoi les résultats de ce test vont nous paraître *paradoxaux :* nous allons voir que certaines SICAV ont des résultats financiers respectables parce qu'elles ont su choisir une « bonne » répartition du portefeuille, compte tenu de la conjoncture, mais n'ont pas été spécialement habiles dans le choix des titres.

A l'inverse, d'autres SICAV ont des résultats financiers inférieurs aux premières en raison d'une répartition trop stricte ou erronée mais ont fait preuve d'une habileté technique bien supérieure dans la sélection des valeurs individuelles.

Avant d'analyser les résultats remarquons que, dans un souci d'homogénéité avec la loi de Student qui mesure une « différence de moyennes arithmétiques », je compare les résultats du test avec le pourcentage de valorisation moyenne ($\overline{X}$) et non pas avec les résultats financiers annuels (pourcentage de variation de la valeur liquidative entre deux 31 décembre) (2).

Ceci étant, distribuons les bonnes et mauvaises notes en indiquant leur caractère paradoxal.

1. Cette recherche a été faite au « Department of Economics » de l'« University of Western Ontario » (Canada), grâce aux moyens matériels dont je disposais. De retour en France, faute des moyens matériels adéquats et à mon grand regret, je n'ai pu effectuer la mise à jour. Il va sans dire que j'accepterais toute offre d'aide d'un membre de la Société intéressé par ce travail.

2. C'est ce que j'avais fait dans mon exposé. Mais, lors de la discussion, M. Rosenfeld a attiré mon attention sur ce problème d'homogénéité et m'a suggéré cette comparaison avec un des éléments du test lui-même ($\overline{X}$). Je me rallie bien volontiers à cette remarque en remerciant sincèrement son auteur.

1965 (Base au 31 décembre 1964)			1966 (Base au 31 décembre 1965)			1967 (Base du 31 décembre 1966)			1965 et 1966 (Base au 31 décembre 1964)			1965, 1966 et 1967 (Base au 31 décembre 1964)		
Valeur du « T » théorique à 5 % : 1,98				1,98			1,98			1,97			1,97	
	Valeur calculée du T*	Plus-value moyenne %		Valeur calculée du T*	Plus-value moyenne %		Valeur calculée du T§	Plus-value moyenne %		Valeur calculée du T*	Plus-value moyenne %		Valeur calculée du T*	Plus-value moyenne %
Unival	7,62	— 1,0	E. Valeur	8,50	+ 1,4	E. Valeur	4,12	+ 5,0	Sogevar	10,08	+ 0,6	E. Valeur	17,28	+ 2,4
Sogevar	5,72	— 1,0	Sogevar	8,40	+ 2,0	Sliva-France	4,08	+ 2,2	E. Valeur	10,02	+ 1,5	Sogevar	14,78	+ 0,3
Optima	5,44	+ 0,8	Slivam	6,07	+ 0,3	Optima	3,62	+ 5,6	Sliva-F. (2)	8,11	+ 3,0	Slivam	11,54	— 0,6
E. Mobilière	4,85	— 0,8	Optima	5,88	— 0,3	Slivam	2,81	+ 4,5	Unival	7,72	+ 0,2	Sliva-F. (3)	11,02	+ 1,6
E. Valeur	4,82	— 0,1	Sliva-F.	5,18	+ 1,13	F. Investissement	2,23	+ 2,8	Slivam	7,48	— 0,4	Optima	9,60	— 0,1
Slivam	3,87	— 1,2	Unival	4,84		E. Mobilière	2,15	+ 4,2	Optima	6,16	+ 0,4	E. Mobilière	5,43	— 2,6
Sliva-F (1)	3,66	+ 0,5	E. Mobilière	4,62	— 0,5				E. Mobilière	5,01	— 1,2			
			F. Placement	3,21	— 1,4									
						F. Placement	0,9	+ 4,5						
F. Placement	— 2,53	— 1,9				Sogevar	0,75	+ 3,1	F. Placement	0,1	— 2,6	F. Placement	—1,035	— 4,3

1. Sur la base du 2 juillet 1965; compte tenu d'un degré de liberté egal à 52 et non pas à 102, le T* calculé 3,66 doit être comparé à 2,01 et non pas à 1,98, mais cela ne modifie pas la place relative de *Sliva-France*.
2. Sur la base du 2 juillet 1965; pour 156 degrés de liberté, le « T » théorique est égal à 1,98 mais cela n'entraîne pas de modification dans sa performance relative.
3. Sur la base du 2 juillet 1965; le « T » théorique est de 1,97.

I. — Les résultats négatifs

1. Ce test vérifie les erreurs de gestion de *France-Placement.*

— En 1965 elle fait *moins bien* que les indices (!) tout en ayant la plus forte baisse moyenne (— 1,9 %). Ceci est dû à la conjonction de 2 facteurs : d'une part les gérants de la SICAV avaient en même temps d'autres responsabilités dans la banque fondatrice et d'autre part le responsable des obligations voulait augmenter le dividende de la SICAV en achetant des obligations avec coupons et en les revendant en décembre quand les Compagnies d'assurances recherchent les Valeurs à revenu fixe et que le marché obligataire se tend. Le test, comme les résultats financiers, prouvent l'échec d'une telle gestion.

— En 1966, *France-Placement* est toujours la SICAV qui connaît la plus forte baisse, 1,4 %, mais le test est ici positif. Il nous apprend donc que cette baisse est due, non pas à la sélection de titres défensifs sur des marchés en baisse mais à une mauvaise répartition du portefeuille.

— Durant cette année 1966, la gestion de *France-Placement* a été modifiée et les résultats financiers de 1967 en témoignent : elle est au 3e rang des SICAV avec une valorisation moyenne de 4,5 %. Par contre le test nous montre qu'*elle n'a pas fait mieux que les indices.* Ce qui signifie que cette plus-value a été obtenue par un arbitrage judicieux de ses valeurs françaises contre des valeurs américaines (dont le marché a connu effectivement une hausse de 15 % cette année-là) plus que par le choix des titres américains eux-mêmes.

— Finalement, le résultat de l'ensemble de la période (1965-1967) indique qu'elle n'a pas battu les indices.

2. En 1967, *Sogévar* ne fait pas mieux que les indices alors qu'elle a tout de même réalisé une plus-value moyenne de 3,1 %. (Il est vrai que cette valorisation la place à l'avant-dernier rang (devant *France-Investissement*) des SICAV non spécialisées géographiquement).

Cet échec est d'autant plus intéressant qu'en 1965 et 1966, les résultats financiers *et* le test la mettent à la seconde place. Nous voyons apparaître en France ce phénomène fréquent aux États-Unis où les performances des SICAV s'inversent d'une année sur l'autre : en effet, il faut du temps pour adapter un gros portefeuille à une conjoncture différente, ici en 1967 une reprise. De même, les responsables des Open Funds admettent eux-mêmes qu'il y a des années « où ils sont en forme » et d'autres pas.

II — Les résultats positifs

Mais en dehors de ces trois cas, *toutes les autres SICAV ont constamment battu les marchés sur lesquels elles étaient investies.* Cette preuve statistique d'habileté manœuvrière confirme les résultats positifs dont ont bénéficié les épargnants qui leur ont fait confiance.

Parmi ces excellents gestionnaires, le cas le plus intéressant nous paraît être celui de *Sliva-France.* En effet sa spécialisation géographique sur Paris ne lui a pas permis, et de loin, de faire des prouesses aussi brillantes que ses concurrentes ouvertes sur l'extérieur. Mais le test prouve que, si ses actionnaires peuvent regretter d'avoir cru au dynamisme économique français et à celui de la Bourse Parisienne, ils ne peuvent pas se plaindre de la gestion des responsables de cette SICAV du Crédit Lyonnais : le coefficient calculé de *Sliva-France* le fait monter chaque année dans la hiérarchie et, en 1967, le choix des titres français semble avoir été meilleur pour *Sliva-France* que le choix des titres étrangers pour la *Slivam.*

Sinon, la palme revient à *Épargne-Valeur* qui bat très largement les indices en 1966 et 1967, comme sur le calcul d'ensemble (1965-1968). Elle est par contre moins bien placée en 1965 où pourtant elle a été la SICAV qui a le moins baissé après *OPTIMA* (1).

En revanche, elle est en tête du test en 1967 alors qu'elle est au second rang de la valeur liquidative moyenne (2); il est possible que cette SICAV ait eu du mal à adapter la répartition de son portefeuille sur des marchés en reprise alors qu'elle avait su adopter une remarquable stratégie défensive en 1965 et 1966.

Cette réussite d'*Épargne-Valeur* est d'autant plus spectaculaire que la caractéristique du portefeuille de cette SICAV est d'être diversifié au maximum entre les titres individuels comme entre les secteurs économiques (par exemple, 23 des 25 compartiments de la cote sont représentés). Or, théoriquement, on pourrait penser qu'une telle politique risque de voir les plus-values réalisées sur certains titres être compensées par les pertes subies sur d'autres valeurs. *Épargne-Valeur* prouve qu'une telle idée peut se révéler fausse dans des cas particuliers; il faut d'ailleurs ajouter que ce résultat est largement dû à la personnalité du responsable de cette SICAV qui est depuis longtemps un spécialiste de la Bourse et qui est admiré et estimé par ses confrères comme par ses concurrents.

A l'inverse, la recherche d'une concentration sur des secteurs jugés d'avenir ne donne pas à *France-Investissement* des résultats extraordinaires. En 1967, première année de son existence en tant que SICAV, son résultat est positif mais non pas supérieur à ceux obtenus par des SICAV moins spécialisées. (Il convient néanmoins de nuancer ce jugement : en 1967, *France-Investissement* a arbitré des valeurs françaises contre des valeurs étrangères; or, l'utilisation pour le test d'une répartition trimestrielle a pu influencer le résultat sans permettre de tenir compte de la mutation qu'a ainsi subie le portefeuille de cette SICAV.)

Parmi ces résultats positifs signalons cependant que la troisième place au test d'*Optima* en 1967 n'est peut-être pas totalement méritée. Cette SICAV possédait un volant important d'actions de mines d'or, qui représentait 24 % de son portefeuille, dans le but d'augmenter son rendement car ces actions faisaient couramment du 10 à 12 %. Durant 1967, comme vous le savez, la spéculation a fait monter la valeur de ces actions en Bourse. Mais cette hausse n'a pu se refléter dans le test puisque j'utilise le Dow-Jones. Il est vrai, néanmoins, que durant cette année-là, le choix d'un titre de mines d'or spécifique importait peu...

III — Autres conclusions apportées par le test

Toujours au sujet de cette année 1967, nous remarquons que six SICAV sur huit ont bien un T* calculé *positif* mais que la valeur absolue de ces T* est nettement plus faible qu'en 1966. Cela semble bien indiquer que toutes ces SICAV ont eu des difficultés à adapter leur portefeuille à la reprise boursière. La valeur liquidative moyenne oscille entre + 2,2 % et 5,6 % (la variation annuelle allant de + 3,4 % à + 10 %), ce qui prouve que la répartition du portefeuille a été judicieuse; mais la valeur plus faible du coefficient T* montre, en revanche, que les SICAV ont eu du mal à arbitrer leurs titres défensifs contre des titres de croissance.

A l'inverse, en 1966, la valeur absolue très forte du coefficient T* indique la justesse des acquisitions de titres défensifs dans des marchés mondiaux en pleine dégringolade.

1. Signalons que l'utilisation de la moyenne arithmétique des valeurs liquidatives et non pas de la plus-value annuelle modifie légèrement la hiérarchie des SICAV quant à leurs résultats financiers. C'est spécialement vrai pour *Épargne-Valeur* qui a été la seule SICAV qui n'a pas fini 1965 en perte, et qui a subi la plus faible baisse en 1966.

2. Elle est au quatrième rang des résultats annuels après *Soginter*, *France-Placement* et *Optima*.

Enfin, si nous regardons les résultats du test sur les trois années 1965-1967, nous trouvons en tête *Épargne-Valeur*, puis *Sogévar*. Ensuite, très proches l'une de l'autre, les deux SICAV du Crédit Lyonnais.

Optima et *Épargne-Mobilière* suivent et leur place dans la hiérarchie des SICAV tend à confirmer *globalement* leurs résultats financiers : elles recherchent le rendement tout autant que la plus-value, ce qui les conduit à sélectionner des valeurs à haut rendement, dont la valorisation s'écarte moins de celle des indices.

Ce test nous indique un dernier résultat : il tend à montrer que la dimension des SICAV n'explique pas leurs performances. Pour l'ensemble de la période, *Sogévar* fait mieux que la *Slivam* alors que leurs actifs sont du simple au double; *Sliva-France* fait à peine moins bien que sa sœur *Slivam* alors que les actifs gérés par cette dernière sont 10 fois supérieurs; et *Optima* bat *Épargne-Mobilière* qui est deux fois plus importante. Il semble que le seuil minimum de 20 millions de Francs choisi par la réglementation représente bien un seuil d'efficacité : avec un tel montant, un portefeuille boursier est gérable !

IV. — Le cas de Soginter

Comme nous l'avons dit, le fait d'utiliser le Dow-Jones comme Indice pour les valeurs étrangères empêche de tester les performances de *SOGINTER* qui est une SICAV spécialisée dans les placements internationaux et qui, en conséquence, possède seulement 15 % de son portefeuille en titres américains.

J'ai néanmoins voulu avoir une idée de la qualité de la gestion de cette SICAV en agissant de la manière suivante :

— J'ai choisi la répartition du portefeuille au 30 juin de chaque année car la décision de modifier la répartition demande du temps pour se réaliser et, en conséquence, nous avons pensé que le mois de juin devait représenter la répartition « moyenne » de l'année.

— D'autre part, cette SICAV publie dans son Rapport d'exercice le pourcentage d'accroissement annuel des différentes Bourses sur lesquelles elle est placée. Ces pourcentages nous ont servi d'éléments de pondération.

— Le produit cumulé de chaque composante du portefeuille par l'accroissement de l'indice boursier nous donne l'accroissement de l'Indice de référence pour cette SICAV, accroissement que nous pouvons comparer à celui que *Soginter* a effectivement réalisé :

Les résultats sont les suivants :

	1965	*1966*	*1967*	*1968*
Soginter	+ 5,01 %	— 4,74 %	+ 14,44 %	+ 20,49 %
Indice de référence	— 0,85 %	— 8,8 %	+ 9,98 %	+ 10,2 %

Il n'est pas question avec une méthode aussi grossière d'utiliser un test qui constitue une méthode « affinée ». Nous pouvons seulement dire qu'il y a une très forte présomption que *Soginter* ait continûment battu les marchés sur lesquels elle était placée. En effet, la différence entre l'accroissement théorique et l'accroissement effectif est du quintuple en 1965 et du double en 1966 et 68. 1967 est un cas moins clair, la différence étant seulement de moitié. Mais les responsables de cette SICAV peuvent, à bon droit, s'enorgueillir de leur gestion.

CONCLUSION

Une seule conclusion me semble s'imposer : les SICAV tant du point de vue des résultats financiers que de celui du test ont *fait la preuve de l'excellence de la gestion par des spécialistes* et elles ont réalisé ce que l'on attendait d'elles.

A cela j'ajouterai seulement que leur existence ouvre des possibilités très nombreuses de recherches :

— il faudrait affiner ce test en tenant compte des marchés étrangers et peut-être des compartiments économiques;

— il faudrait analyser l'influence de l'argent frais que les SICAV recueillent sur leurs résultats. Si une corrélation positive était trouvée, ce serait un cas intéressant où l'intérêt de la SICAV et de ses actionnaires coïnciderait avec l'intérêt général, qui est d'intéresser le maximum de petits épargnants à cette gestion collective de l'épargne;

— il faudrait aussi comparer l'évolution des valeurs liquidatives des Sociétés d'Investissement fermées par rapport à celle des SICAV : ce pourrait être instructif pour tout le monde.

Nous voyons donc qu'il y a du « pain sur la planche » à condition que les SICAV s'intéressent et poussent à de tels travaux et à condition que les chercheurs bénéficient des moyens modernes de recherche économique.

Mais tout ceci, comme disait Kipling : « C'est une autre histoire. »

Georges GALLAIS-HAMONNO [1]

ANNEXE I

Les performances des SICAV du point de vue du souscripteur

Source : Ét. Meeschaert.

Résultat d'un placement de 10 000 F au 31 décembre 1968	Placement effectué le 1er janvier de												
	1968			1967			1966			1965			
	Plus-values	Coupons	Total	Plus-values	Coupons	Total	Plus-values	Coupons	Total	Plus-values	Coupons	Total F	1965-1968 au taux d'intérêt composé de %
Valorisation nécessaire pour compenser la hausse des prix sur la période	530 F			870 F			1 150 F			1 430 F			
Élysées-Valeurs	841	318	1 159										
Épargne-Mobilière	555	425	980	1 178	876	2 054	271	1 161	1 432	95	1 414	1 509	3,60
Épargne-Valeur	690	387	1 077	1 487	782	2 269	1 183	1 055	2 238	1 256	1 252	2 508	5,75
France-Investissement	953	346	1 299	1 591	703	2 294							
France-Placement	809	347	1 156	1 835	672	2 507	680	1 003	1683	383	1 278	1 661	3,95
Livret-Portefeuille	233	474	707										
Optima	501	386	887	1 413	838	2 251	672	1 129	1 801	611	1 365	1 976	4,60
SI-Est	1 265	360	1 625										
Sliva-France	208	416	624	534	856	1 390	3	1 171	1 174				
Slivam	666	404	1 110	1 469	817	2 286	893	1 100	1 993	820	1 376	2 196	5,06
Sogevar	712	376	1 088	1 318	751	2 069	943	1 032	1 975	900	1 243	2 143	5,00
Soginter	1 511	307	1 819	3 133	687	3 820	2 510	959	3 469	3 138	1 064	4 202	9,16
Épargne Obligations	— 216	415	199										
Slivarente	179	588	767										
Sogepargne	— 320	519	199										

Le 1er janvier de chaque année on place 10.000 F en titres SICAV (le nombre de titres acheté a été gardé avec 2 décimales pour ne pas biaiser les comparaisons entre SICAV). On a effectué le cumul des dividendes et des Avoirs fiscaux touchés et au 31 décembre 1968 on vend les titres de manière à calculer la plus-value réalisée.

1. Chargé de cours à la Faculté de droit et des sciences économiques d'Orléans.

Annexe II

Résultats financiers des SICAV

A) *Rendement :*

Coupon + Avoir fiscal en % de la Valeur liquidative à la clôture de l'exercice

	1965	1966	1967	1968	Rendement arithmétique moyen	
					%	Nombre d'exercices
Livret-Portefeuille	—	—	5,0	4,7	4,85	2
Épargne-Mobilière	3,7	4,5	4,4	4,1	4,17	4
Slivam	3,4	4,0	4,2	3,9	3,87	4
Épargne-Valeur	3,1	3,8	4,1	3,7	3,67	4
Optima	3,6	4,4	4,1	3,3	3,85	4
Sogevar	3,2	3,7	3,9	3,4	3,55	4
S. I. Est	—	—	3,8	3,3	3,55	2
France-Placement	3,4	3,9	3,6	2,9	3,45	4
France-Investissement	—	—	3,2	3,6	3,4	2
Sliva-France	2,25 (1) (64-65)	3,7 (65-66)	4,4 (66-67)	3,2 (67-68)	3,5	4
Soginter	3,2	3,5	3,2	2,8	3,17	4
Élysées-Valeur (1967-1968)	—	—	—	2,3	—	—
America-Valor	—	—	—	1,8	—	—
Rendement moyen	3,2	3,9	4	3,3	3,7	

1. Rendement de 3,8 % obtenu en 17 mois ramené à 12.

B) *Valorisation du capital*

Les valeurs liquidatives des différentes SICAV diversifiées ont subi les variations suivantes en pourcentage :

Exercice 1965	%
Soginter	+ 5,01
Sliva-France (1965-1966)	+ 1,9
Épargne-Valeur	+ 0,65
Sogevar	— 0,18
Slivam	— 0,77
Optima	— 0,95
Valeur liquidative moyenne (1)	— 1,2
Épargne-Mobilière	— 1,72
France-Placement	— 3,21

Exercice 1966	%
Épargne-Valeur	— 2,8
Sogevar	— 3,31
Valeur liquidative moyenne	— 4,20
Soginter	— 4,74
Slivam	— 5,02
Sliva-France (1966-1967)	— 5,21
Optima	— 6,31
Épargne-Mobilière	— 8,11
France-Placement	— 9,62

Exercice 1967	
Soginter	14,44
France-Placement	10,03
Optima	8,94
S. I. Est	8,17
Épargne-Valeur	7,90
Slivam	7,8
Valeur liquidative moyenne	6,7
France Investissement	6,26
Épargne-Mobilière	6,16
Sogevar	5,9
Sliva-France (1967-1968)	5,2

Exercice 1968	
Soginter	20,49
Élysée-Valeurs (1967-1968)	20,49
America-Valor	20,05
S. I. Est	18,31
France-Placement	16,2
France-Investissement	14,73
Sogevar	12,21
Épargne-Valeur	11,98
Valeur liquidative moyenne	11,95
Slivam	11,72
Épargne-Mobilière	10,56
Optima	10,26
Sliva-France (1968-1969)	8,20
Livret-Portefeuille	7,19

1. Moyenne arithmétique des valeurs liquidatives, corrigée de l'arrivée des nouvelles SICAV (non compris *America-Valor* en 1968).

DISCUSSION

M. Rosenfeld. — Je voudrais m'associer aux félicitations formulées par notre Président pour souligner tout l'intérêt du travail présenté par M. Gallais-Hamonno. Il m'apparaît cependant que l'instrument d'analyse qu'il a élaboré mériterait d'être affiné.

1. Tout d'abord, le test de Student est appliqué aux moyennes annuelles des indices de progression des SICAV et du marché, alors que les taux de valorisation du capital auxquels les rapports de Student sont comparés portent sur l'écart entre le début et la fin de l'année; il y a là un manque d'homogénéité dans les éléments qui sont comparés et cela pourrait diminuer la validité des conclusions de l'analyse.

2. Cette analyse permet de séparer les résultats obtenus par la politique de placement (pourcentages choisis pour 4 grandes catégories de titres) de ceux qui dérivent de la gestion au jour le jour à l'intérieur du cadre fixé par cette politique; c'est là à mes yeux un des grands intérêts de cette analyse. Mais en fait la politique de gestion n'est pas imposée dans sa totalité aux gestionnaires; dans une grande mesure ce sont eux-mêmes qui la choisissent et qui la font varier. Pour le souscripteur des SICAV ce qui importe ce sont les résultats de la gestion globale comprenant à la fois la politique de gestion et la sélection des valeurs au jour le jour. Le test de Student tel qu'il est présenté ne rend pas compte de la gestion globale puisque précisément il entend éliminer les effets de la politique de gestion.

3. Enfin, il n'est pas tenu compte d'un autre effet, auquel les milieux financiers américains s'intéressent beaucoup actuellement; c'est celui des époques où de l'argent est apporté dans les fonds d'investissement, ou en retiré. Ces mouvements, suivant qu'ils ont lieu en période de cours élevés, ou au contraire en période de bas niveaux des cours, ont une influence sur les résultats de la gestion sans que les gestionnaires puissent en être tenus pour responsables; le test proposé n'élimine pas, ou tout au moins ne permet pas de distinguer, cet effet.

Réponse de M. Gallais-Hamonno

1. La remarque au sujet de l'homogénéité nécessaire des comparaisons entre le coefficient T et les résultats effectifs obtenus par les SICAV m'a paru tellement juste que j'ai modifié en conséquence le texte de mon exposé pour sa publication comme une note le souligne.

Ce respect de la stricte logique soulève néanmoins un problème et présente un inconvénient.

— L'utilisation de la plus-value *moyenne* comme symbole des résultats effectifs de la SICAV conduit à une hiérarchie légèrement différente de celle que l'on obtient en utilisant la plus-value réalisée entre le début et la fin de l'année. Remarquons que c'est cette dernière méthode qui est internationalement adoptée par les analystes financiers si celle de la plus-value *moyenne* donne une meilleure idée des résultats d'un placement effectué à un moment quelconque de l'année.

— Mais, je reprocherais surtout à l'utilisation de la plus-value *moyenne* d'atténuer très fortement l'*effet de paradoxe* qu'entraîne la comparaison du T et des résultats effectifs. Par exemple, constater qu'avec une plus-value moyenne de 4,5 % en 1967, *France-Placement* n'a pas battu les marchés n'a pas le même sel que si on s'aperçoit dans l'Annexe II que cette SICAV a réalisé une plus-value *annuelle* de 10 % !

2. Comme le souligne M. Rosenfeld dans son deuxième point, le test de Student ne rend pas compte des résultats de la gestion globale.

Soulignons, pourtant, que le test en tient indirectement compte parce que les résultats effectifs ne sont pas indépendants de la répartition du portefeuille. Or, c'est cette répartition, à laquelle ont abouti les décisions globales et individuelles (quant aux titres) des gérants, qui sert d'élément de pondération; le test les juge donc sur le terrain qu'ils ont eux-mêmes choisi, ce qui est un avantage indéniable pour eux.

Mais les résultats de la gestion globale représentés par la somme des dividendes touchés et des plus-values annuelles réalisées n'ont pas d'intérêt autre que de nous faire constater que nous aurions gagné plus d'argent avec telle SICAV plutôt qu'avec telle autre. Là n'est pas l'essentiel, comme le sait l'auteur de l'*Analyse des Valeurs Mobilières :* l'essentiel est de prévoir les performances *futures.* « On ne conduit pas l'œil dans le rétroviseur »!. Or, les résultats passés ne peuvent être gages de succès futurs *que si* ils ont été le résultat d'une bonne sélection de titres et non pas seulement d'un flair momentané qui fait arbitrer au bon moment des titres sur un marché en baisse pour n'importe quels titres sur un marché en hausse. Et c'est justement cette *qualité dans la sélection des titres individuels* que le test de Student met en lumière : cf. l'année 1965, ou bien l'exemple de *Slivafrance.*

En fait, le véritable problème qui est une écharde au cœur du titulaire de portefeuille le plus heureux est de pouvoir répondre négativement à la question : n'aurais-je pas pu gagner plus? Le test de Student apporte une première réponse à cette question : on peut dire que la gestion d'une SICAV a été « optimale », en première analyse, si elle est en tête à la fois au test et aux performances (*Épargne-Valeur* satisfait à cette double condition en 1966).

Si on ne se contente pas de cette méthode, il faut alors passer au domaine de la programmation linéaire et à des modèles complexes comme ceux de Sharpe dont nous a parlé notre collègue Perquel (cf. *Journal de la Société,* 3e trimestre 1969, pp. 178-180).

Enfin, remarquons que ce test possèdera un très grand avantage quand le volant d'obligations sera supprimé et que les SICAV auront des objectifs différents (mixtes ou uniquement plus-value). Comme on utilise la répartition effective, hiérarchiser des SICAV aux objectifs différents selon leur T* calculé sera parfaitement logique.

3. La troisième remarque de M. Rosenfeld soulève un problème très intéressant en soi et très important dans le cas français où l'on a remarqué que les souscriptions aux SICAV augmentaient en période de hausse des cours (Contrairement aux États-Unis, au moins jusqu'en 1964, où les souscriptions aux Open Funds continuent en période de crise boursière et permettent donc aux Fonds d'avoir un rôle stabilisateur non négligeable, cf. A. George, L'*Expérience des Mutual Funds,* SEF, 1963, pp. 131-142). Le test de Student n'est effectivement pas adapté pour analyser cet effet. Mais il doit exister d'autres tests pour ce faire. C'est un problème que je garderai à l'esprit lors de mes recherches ultérieures.

Mlle de Menditte demande à l'auteur 1) quel est le « poids » des SICAV sur le marché boursier. 2) compte tenu de la diversité des politiques suivies par les différentes SICAV en matière d'achat de valeurs, si l'on ne peut pas supposer que la stratégie des SICAV est partiellement influencée par la connaissance trimestrielle du contenu des portefeuilles de chacune d'elles au moyen des publications au BALO?

Réponse de M. Gallais-Hamonno

La première question de Mlle de Menditte se fait l'écho des craintes formulées au

moment de la création des SICAV et selon lesquelles les SICAV prendraient une place prépondérante dans le marché financier.

Les deux tableaux ci-dessous permettent de montrer que les SICAV représentent encore, et pour longtemps, un élément non prédominant dans la Bourse.

Nous avons calculé (grossièrement, car il aurait fallu déduire les liquidités et les titres étrangers, et séparer les actions des obligations) les séries de pourcentages suivants :

1° Actifs nets globaux par rapport à la capitalisation boursière des titres à revenu variable pour les SICAV — diversifiées et des titres à revenu fixe pour les SICAV — obligataires.

2° Souscriptions nettes aux SICAV (c'est-à-dire après déduction des rachats et du capital détenu par les fondateurs) :

a) par rapport au montant des émissions de titres à la Bourse;

b) par rapport au montant des transactions boursières,

en actions pour les SICAV diversifiées et en obligations pour les SICAV obligataires.

Au sujet des craintes que les SICAV « détournent à leur profit les circuits existant de capitaux », le lecteur intéressé trouvera une série de chiffres qui prouvent qu'il n'en est rien dans le Rapport de M. Lorain au Conseil Économique et Social (*J. O.*, 17 février 1968).

Valeurs à Revenu variable (M de F)	1964	1965	1966	1967	1968
Capitalisation boursière (31 décembre)	98 058	92 457	85 569	85 194	95 452
Actifs nets SICAV diversifiées (31 décembre)	698	1 131	1 380	2 168	3 155
%	0,71	1,22	1,61	2,50	3,35
Émissions durant l'année	4 310	4 142	2 907	2 744	3 245
Transactions boursières	8 874	7 918	9 988	9 080	14 630
Souscriptions nettes aux SICAV diversifiées	490	385	265	115	785
% des souscriptions par rapport aux émissions	11,4	9,3	9,1	4,22	24,3
% des souscriptions par rapport aux transactions	5,53	4,87	2,68	1,27	5,36

Valeurs à Revenu fixe (M de F)	1967	1968
Capitalisation boursière (31 décembre)	93 590	99 508
Actifs nets des SICAV-Rendement (31 décembre)	231	1 371
%	0,248	1,39
Émissions durant l'année	13 217	11 098
Transactions boursières	8 172	9 717
Souscriptions nettes aux SICAV-Rendement	150	1 045
% des souscriptions par rapport aux émissions	1,13	9,47
% des souscriptions par rapport aux transactions	1,84	10,8

Il est plus difficile de répondre de manière précise à la seconde question. Théoriquement, on pourrait en effet supposer que la publication des portefeuilles apporte des « idées » aux SICAV concurrentes.

Dans la réalité, il semble qu'il n'en soit rien. D'une part chaque SICAV fait confiance à ses analystes financier et à ses correspondants étrangers. Mais surtout la « stratégie » de chaque SICAV est déterminée par son Comité de Placement ce qui fait intervenir, à côté des analyses financières objectives, les intuitions et les préjugés des membres du Comité.

Cette indépendance (apparente, peut-être) des stratégies se révèle aux deux niveaux des valeurs individuelles et des secteurs économiques.

Au niveau des valeurs individuelles, si nous regardons non pas l'importance en F. des participations, mais le *nombre* de SICAV qui ont choisi le même titre, nous découvrons, au 31 décembre 1968, le phénomène suivant : *aucune action* n'était détenue par les 15 SICAV

diversifiées, *America-Valor* exclue et *Sliva-Rente* incluse; *onze actions* seulement étaient détenues par au moins 11 sur ces quinze SICAV : Michelin, La Française des Pétroles détenues par 14 SICAV, Pétrole d'Aquitaine (13 SICAV), Péchiney, Rhône-Poulenc, Crédit Foncier de France et l'Oréal (12 SICAV) et Ugine-Kuhlman, Royal-Dutch, Ciments Lafarge et IBM (11 SICAV).

De même, au niveau des « secteurs économiques », on s'aperçoit de la profonde diversité des choix effectués par des SICAV aux analyses financières théoriquement interchangeables. Des secteurs préférés par certaines SICAV sont totalement rejetés par d'autres. Par exemple, au 31 décembre 1968, les « Pétroles » représentent 14 % du portefeuille-actions de toutes les SICAV sauf *France-Investissement* et *S.I. Est* qui en ont seulement 2 et 3 %; de même, les « Sociétés d'Investissement et de Portefeuille » représentent 37 % de l'actif-action du *Livret-Portefeuille* alors que *Élysées-Valeurs* n'en a pas!

(Le lecteur intéressé trouvera une analyse détaillée de la gestion des SICAV dans le Chapitre V de mon ouvrage : « Les SICAV », à paraître aux P.U.F. dans la Collection SUP-Eco).

M. Lorain félicite M. Gallais-Hamonno de son très intéressant travail, qui tend à chercher la formule mathématique permettant d'apprécier la qualité relative de chaque SICAV. Il n'a qu'une légère réserve à faire, c'est qu'en matière de placements en titres, il peut y avoir des politiques plus ou moins heureuses, des gestions plus ou moins bonnes, des hommes plus ou moins compétents, mais qu'intervient aussi la chance, qui apporte dans les résultats obtenus « une glorieuse incertitude ».

D'une façon générale, les chiffres cités par M. G.-H. montrent la réussite évidente des SICAV. M. Lorain a présenté en janvier 1968 un rapport, qui a recueilli, à une très large majorité, l'accord du Conseil économique et social. Il s'était donné du mal pour rassembler rapidement des chiffres d'ensemble sur les SICAV à jour au 31 décembre 1967; il avait cherché à être aussi objectif et impartial que possible, d'autant plus qu'au départ de son étude un grand nombre de ses collègues avaient une certaine prévention contre cette institution encore neuve.

Depuis lors le développement des SICAV s'est poursuivi. Au cours de 1968 la valeur de leurs actifs globaux a plus que doublé, puisqu'elle est passée de 2 170 millions à 4 711 millions. Ce mouvement d'extension a continué dans le 1er semestre de 1969, en favorisant davantage les SICAV orientées vers les titres étrangers, un peu moins celles qui comprennent surtout des actions françaises, un peu moins celles qui se sont spécialisées dans les titres à revenu fixe; cependant ces dernières ont pris une place de plus en plus importante dans le nouveau système de placements d'obligations qui est issu du comité présidé par M. Leca et qui tend heureusement à loger les émissions nouvelles plus dans le portefeuille des « placeurs institutionnels » que dans celui des individus. D'ailleurs ce que les banques animatrices des SICAV placent surtout, tout en respectant les préférences de chacun de leur client c'est un « mélange » de ces trois catégories de SICAV dont elles disposent pour la plupart.

D'autre part, M. Lorain avait essayé dans son rapport de 1968 de dégager la part d'« argent frais » collectée par les SICAV; il avait à dessein fait cette recherche avec des méthodes sévères et les résultats pouvaient paraître maigres. Ils seraient nettement meilleurs si ce travail était refait aujourd'hui.

Une dernière remarque s'impose, c'est que le mécanisme des SICAV est original à la France; ce peut être une faiblesse, qui n'est pas d'actualité en raison de l'existence momen-

tanée d'un contrôle des changes, mais qui apparaîtra le jour où les frontières s'aboliront entre les mouvements de capitaux. M. Lorain tient à rappeler qu'il est, non pas le père des SICAV, mais leur « accoucheur »; le comité qu'il a présidé en 1963 a sorti d'un « frigidaire » de la rue de Rivoli un dossier qui y dormait depuis sept ans. Si ses préférences se sont portées sur les SICAV plutôt que sur les fonds de placement en usage dans les autres pays, c'est parce que les multiples objections auxquelles ces deux institutions s'étaient heurtées ne lui auraient pas permis d'aboutir, s'il n'avait pas choisi le mécanisme le plus conforme au droit français et permettant plus que l'autre de parer aux dangers que certains craignaient.

Aujourd'hui un pas en avant vers les fonds de placement pourrait être fait. Il l'a d'ailleurs été en ce qui concerne les futurs fonds qui vont provenir de l'intéressement du personnel aux fruits des entreprises.

Le moment paraît venu aussi de revoir la réglementation rigoureuse et minutieuse des SICAV : « obligation de l'obligation », distribution des plus-values réalisées, automatisme des rémunérations, etc. Il reste dans cette réglementation quelque chose de l'inquiétude avec laquelle le Ministère des finances a abordé la question. Le succès démontré des SICAV permet maintenant de chercher à ne plus placer les institutions françaises dans une situation d'infériorité vis-à-vis de leurs concurrents étrangers.

Réponse de M. Gallais-Hamonno. — Je voudrais profiter de la dernière phrase de M. Lorain pour soulever un problème auquel, je m'empresse de le dire, je ne propose aucune réponse.

Le problème est le suivant : faut-il ouvrir la France aux Fonds de Placements *étrangers*? En effet, cela soulève un conflit d'intérêts entre l'intérêt de l'épargnant en particulier et l'intérêt économique de la France en général.

L'intérêt des épargnants est de faire fructifier leur épargne le mieux possible, c'est-à-dire, dans le domaine des valeurs mobilières, sur les marchés les plus dynamiques. Malheureusement, il est à craindre que la Bourse de Paris, même active, ne connaisse pas des hausses aussi rapides que celles des marchés entraînés par des économies en croissance rapide comme l'Allemagne, le Japon ou comme les États-Unis dans le domaine de la technologie avancée. Les très belles performances passées, sur ces Bourses, seront une excellente publicité pour ces Fonds étrangers qui pourront ainsi recueillir une épargne non négligeable (cf. le fameux *Investment Overseas Service* dans le monde entier). Mais cette épargne française augmentera le potentiel productif étranger et augmentera son taux de croissance, tandis qu'elle freinera le nôtre (soit par réduction d'épargne, soit par réduction de la demande intérieure diminuant les marges d'autofinancement).

Or, l'intérêt à *long terme* des épargnants français n'est certainement pas de vivre dans un pays économiquement dépendant ou sous-développé.

Conscient de ce dilemme, le Gouvernement a décidé que les Fonds de Placement issus de l'intéressement des salariés ne pourraient acquérir des titres SICAV que si elles ont 50 % au moins de leur actif en valeurs françaises. (Cette mesure touche seulement *America-Valor* et *Soginter*, mais cette dernière a toujours eu au moins 30 % de son actif sous forme d'obligations et d'actions françaises).

Au moment où on abolira le volant d'obligations, ne faudrait-il pas après étude détaillée des avantages et des inconvénients — substituer à cette réglementation un volant obligatoire de valeurs françaises?