



# DE LA PRESTATION DÉFINIE À LA COTISATION DÉFINIE : UN NOUVEAU DÉFI POUR LA GESTION D'ACTIFS

ALAIN LECLAIR \*

**I**l ne fait plus de doute que le besoin de financement des retraites constitue l'un des principaux problèmes de la société de demain, en raison notamment de l'accélération du vieillissement de la population. Il est également certain que l'épargne des ménages va devoir contribuer de façon grandissante à la solution de ce problème dans la plupart des pays développés. L'une des conséquences majeures est qu'une grande partie des risques assumés dans les systèmes actuels par la collectivité, sera de plus en plus transférée vers les investisseurs individuels. Ces transferts confèrent aux gestionnaires un rôle et une responsabilité accrues.

En effet, le cumul des risques externes - évolution démographique défavorable, allongement de la durée de vie, impacts attendus des problèmes de la dépendance, rapidité des mutations technologiques et donc de l'emploi, instabilité croissante des localisations des activités - est tel que les organismes étatiques (Sécurité sociale) et les entreprises publiques et privées (fonds de pension...) ne peuvent ou ne veulent plus les assumer seuls, du moins sous la forme traditionnelle d'une « prestation définie ». Ces « acteurs historiques » ne se sentent plus à même de s'engager auprès des salariés à leur servir une retraite proportionnelle à leur rémunération ou, ce qui était encore plus généreux, à celle perçue en fin de carrière.

\* Président de l'Association française de la gestion financière.

L'auteur remercie Carlos Pardo et Thomas Valli pour leur concours à la rédaction de cet article.



Pour ces raisons, alors même que la prise de conscience et l'inquiétude des futurs retraités vont croissantes, on assiste aujourd'hui à la montée en puissance de régimes complémentaires, le plus souvent individuels, reposant sur des produits de nature assurantielle ou utilisant la structure de fonds d'investissements (IRA ou 401K<sup>1</sup> aux États-Unis), dits à « cotisations définies ». Leur finalité est de mettre à disposition des futurs retraités, dans les meilleures conditions de performance et de sécurité, le produit du placement de l'épargne constituée durant leur vie active. Il résulte de cette évolution apparemment incontournable un changement majeur du portage du risque de cette épargne capitalisée. En effet, alors que dans un passé proche les risques étaient largement assumés par la collectivité, soit au niveau national, soit au niveau des entreprises, dans la phase actuelle ce sont de plus en plus les individus qui les portent directement dans leurs patrimoines. Ceux-ci doivent alors non seulement anticiper et porter une partie du risque de longévité inhérent à tout système de retraite, mais aussi prendre des décisions concernant l'allocation et la sélection des actifs les plus performants pour s'assurer d'un niveau de retraite en accord avec leurs besoins futurs. De fait, ces tâches reviennent largement aux organismes d'assurance et sociétés de gestion qui en reçoivent le mandat. Cette responsabilité, compte tenu des volumes considérables à gérer dans un contexte de financiarisation des économies et de transferts croissants de risques, représente donc un défi et une mutation majeure pour la gestion d'actifs. Soulignons que cette évolution est particulièrement importante pour l'industrie française de la gestion financière qui, pour celle de fonds d'investissement, occupe le 2<sup>ème</sup> rang mondial et le 1<sup>er</sup> en Europe.

L'évolution de l'identité des porteurs des risques, qui est au centre de la problématique du financement complémentaire des retraites, repose sur le changement constaté, ou en cours, d'au moins trois paradigmes étroitement liés. Le premier est celui du passage d'une économie intermédiée à une économie de marché qui demande des moyens renforcés pour sécuriser et valoriser au mieux les patrimoines. Le deuxième confirme la transition des régimes à prestations définies à ceux à cotisations définies. Le troisième changement concerne la mutation en cours d'une épargne de précaution et largement de « confort » à celle destinée à la valorisation d'un patrimoine sur des horizons très longs. Enfin, un quatrième changement de paradigme, que nous appelons de nos vœux, concerne l'efficacité de l'État lui-même, dont on est en droit d'attendre un comportement stable et engagé à long terme dans sa politique d'équilibre entre consommation et épargne sans se prêter à la tentation fréquente de considérer que celle-ci est l'ennemie de la consommation alors que sa finalité est au contraire d'être à son service.



*LA DÉSINTERMÉDIATION TRANSFÈRE LES RISQUES  
DE MARCHÉ SUR LES MÉNAGES : VERS UN RENFORCEMENT  
DE L'ÉDUCATION DES INVESTISSEURS  
ET DE LA GOUVERNANCE*

Le passage d'une économie d'intermédiation à une économie de marché implique que les ménages - et par extension les investisseurs - prennent directement les risques existants sur les marchés financiers et les portent dans leurs patrimoines. Ceci contraste avec la situation qui prédominait en économie d'intermédiation où c'était avant tout, comme son nom l'indique, les intermédiaires qui prenaient les risques en les mutualisant en lieu et place des épargnants. Soulignons toutefois que si la chaîne d'intermédiaires porteurs des risques était longue (États, Sécurité sociale, banques, sociétés d'assurances, entreprises, fonds de pension à prestations définies...), en cas de réalisation de risques majeurs, c'était bien en réalité les ménages - notamment dans leur rôle de contribuables - qui assumaient *in fine* les déficits ou les pertes, *via* des subventions publiques ou l'intervention de mécanismes de garantie étatiques.

Constatant ce transfert désormais massif de risques vers les patrimoines des ménages, des organismes internationaux tels le FMI et l'OCDE, appellent à juste titre à la vigilance et mettent en avant le besoin d'amélioration des normes actuelles en matière de gouvernance et de prise de responsabilité. Selon le Fonds monétaire international (FMI - mars 2005), si ces transferts de risques ont une dimension positive, du fait notamment qu'ils favorisent la formation des prix<sup>2</sup> en rendant les marchés plus liquides et qu'ils enrichissent l'offre de produits performants visant à valoriser les portefeuilles gérés, ils pourraient cependant poser à terme un problème de stabilité financière si la mise en place d'un système de gouvernance de ce portage croissant de risques par les ménages venait à faire défaut.

Le relèvement du niveau d'éducation financière des ménages, et de manière plus générale des investisseurs, ainsi que le développement d'une culture de conseil financier - aujourd'hui relativement limité du fait entre autres de la réticence des ménages à payer ce type de services - apparaissent aussi au centre des préconisations du FMI. Ceci est aussi la préoccupation des régulateurs nationaux tels la SEC aux États-Unis et l'AMF en France. Celle-ci vient de publier un ensemble de recommandations dans ce domaine<sup>3</sup>. Quant à l'OCDE, les pays membres ont approuvé en avril 2005 de nouvelles « Lignes directrices », au titre pour le moment de recommandations venant compléter son Code de gouvernance, « à l'intention des assureurs et des fonds de pension afin de renforcer la confiance des investisseurs [...] et de préserver les retraites



des conséquences d'une mauvaise gestion... ». Ceci apparaît d'autant plus indispensable que ces fonds, qui gèrent globalement des actifs supérieurs à 10 trillions de dollars (soit l'équivalent du PIB américain ou européen), figurent parmi les plus importants investisseurs institutionnels dans les économies des pays développés. Ces « Lignes directrices » proposent que les dirigeants des fonds de pension à prestations définies soient tenus juridiquement responsables de la protection des intérêts des membres des plans de retraite et de leurs bénéficiaires. L'amélioration de la transparence et la clarification de la communication entre les dirigeants du fonds et les membres du plan, le renforcement du rôle joué par les actuaires et les commissaires aux comptes en cas de transgression des règles édictées figurent en première ligne de ces recommandations. Ces analyses et recommandations sont concordantes avec les propositions contenues dans le rapport Myners<sup>4</sup>, qui dès 2001 tirait la sonnette d'alarme et, surtout, interpellait, pour leurs irrégularités en matière de gestion et de gouvernance, un certain nombre des plus grands fonds de pension britanniques à prestations définies.

*DE LA PRESTATION DÉFINIE À LA COTISATION DÉFINIE :  
DES ÉPARGNANTS QUI PORTENT LES RISQUES  
DIRECTEMENT*

4

En France, comme dans d'autres pays d'Europe Continentale - hors les Pays-Bas<sup>5</sup> -, coexistent de manière prédominante des régimes de retraite de base et, dans certains pays, des régimes complémentaires par points, tous deux fondés sur la répartition. Si la répartition constitue le modèle historique de financement des retraites, celui-ci fait face aujourd'hui dans les pays développés - et probablement dans le moyen terme dans des pays émergents comme la Chine - à de graves problèmes notamment d'équilibre démographique qui se traduisent par des rendements décroissants et des taux de cotisations de plus en plus élevés. Il souffre probablement aussi d'une absence d'une politique de constitution de réserves financières pendant les années de démographie et de croissance porteuses. La création récente de fonds publics de réserve dans certains pays (Canada, Irlande, Norvège... et la France, avec le FRR - Fonds de réserve pour les retraites) est incontestablement une réponse intéressante, même si certains de ces fonds sont encore insuffisamment dotés.

Mais l'évolution de la démographie n'est pas le seul facteur posant problème au « tout répartition ». La mondialisation des économies y a certainement contribué, en rendant notamment trop étroit le cadre des économies nationales. Ainsi, du fait de la mobilité accrue de la main-d'œuvre et de la concurrence internationale, le travail ne connaît



plus la pérennité qui le caractérisait il y a encore quelques décennies. L'évolution salariale ne dépendant plus d'une seule société, et encore moins de la progression d'une seule économie, les entreprises ne peuvent plus financer toutes seules les engagements de retraite sur une vie entière. La panne démographique et le changement de nature du marché de travail ont ainsi conduit à créer des contrats de retraite à cotisations définies qui font appel directement à la responsabilité des individus, du moins pour une partie des revenus de remplacement venant en complément de ceux financés en répartition. La plupart du temps, les entreprises ont toutefois une incitation (fiscale en règle générale) à contribuer à l'effort de leurs salariés par des abondements réguliers (401 K aux USA et épargne salariale, puis PERCO en France).

C'est ainsi que, depuis quelques années, nous assistons à un double changement de paradigme en matière de mode de financement des retraites : l'essor des régimes en capitalisation en complément de la répartition et le passage d'un système de fonds de pension à prestations définies à celui aujourd'hui dominant à cotisations définies. En matière de capitalisation, ce ne sont plus les entreprises ou les fonds de pension qui portent les risques mais les ménages. L'Europe Continentale semble toutefois particulièrement en retard dans ce double processus, du fait de la faible présence de fonds de pension en capitalisation, alors qu'aux États-Unis ils sont déjà prédominants. Soulignons que cette situation n'a pas que des désavantages : en développant directement des systèmes complémentaires à cotisations définies, l'Europe Continentale pourra s'épargner les difficultés des fonds de pension britanniques, majoritairement à prestations définies, qui connaissent depuis quelques années une situation particulièrement difficile du fait de leurs passifs cumulés.

Le passage du système de prestations définies à celui à cotisations définies venant le compléter entraîne notamment un changement complet de la chaîne de partage des risques entre les acteurs et, par conséquence, de la nature de la gouvernance (suivi, contrôle, pilotage des plans et des fonds de pension). Dans le cas des prestations définies, le contrôle et le suivi sont essentiellement assurés par un système central (gouvernement, institutions...) qui représente, en quelque sorte, l'intérêt général des épargnants. Le montant des pensions servies est défini à l'avance par l'employeur, ou le groupe d'employeurs, à l'initiative du plan d'épargne retraite. Ces prestations sont indépendantes des contributions versées et des rendements des actifs admis en contrepartie des provisions. Il existe alors une distinction entre le plan de retraite et le fonds de pension : le premier définit les droits et les obligations de l'employeur et des salariés couverts, le second garantit que les engagements contractuels du plan seront honorés. Dans le cas des cotisations définies, en revanche, seules les cotisations sont fixées, le niveau des

pensions servies dépendant du rendement des actifs composant le fonds, et le plan coïncide avec le « fonds » (Lavigne, 1998). Des mesures de gouvernance *ex ante*, aux niveaux micro et méso-économiques, sont donc impératives pour protéger des investisseurs isolés et « non représentés ».

Du point de vue du portage du risque financier, la différence entre ces deux régimes est essentielle. Dans les régimes à prestations définies du deuxième pilier notamment, le risque est partagé entre l'employeur et les salariés. L'employeur s'engage à abonder le fonds afin de maintenir son équilibre actuariel, alors que les salariés arbitrent entre revenus courants (revenus du travail et de l'épargne, transferts sociaux...) et rentes futures en tenant compte de la rentabilité anticipée des sommes investies. En revanche, dans les régimes à cotisations définies, le risque est entièrement assumé par les salariés. En retour, ceux-ci perçoivent des rendements non amputés des prélèvements qu'exigent les porteurs de risque pour financer leurs fonds propres et peuvent plus facilement adapter leurs placements aux besoins personnels.

*VERS UN MODÈLE DE GESTION RÉPONDANT  
AU FINANCEMENT À LONG TERME DES RETRAITES  
ET À LA NÉCESSITÉ DE PROTÉGER LES PATRIMOINES  
FINANCIERS DES MÉNAGES*

6

Les gestionnaires d'actifs assument en quelque sorte le rôle de « passeurs » des risques, consistant à diversifier et répartir ceux-ci en fonction de la nature, l'importance et l'horizon des passifs à couvrir. Dans ce but, ils doivent être équipés pour proposer aux investisseurs, qu'ils soient individuels ou institutionnels, des structures de placement adaptées à leurs besoins de revenus sur une période estimée et répondant à leur niveau de tolérance aux risques. La mise en œuvre de cette gestion suppose de bien maîtriser plusieurs enjeux : celui du modèle de régulation, celui de la gouvernance des acteurs et, enfin, celui de la qualité des produits de gestion.

Il nous semble que la transition des régimes à prestations définies à ceux à cotisations définies, c'est-à-dire d'un système collectif à un schéma individuel, entraîne l'assujettissement à des modes de régulation différents. De manière paradoxale, du fait notamment de leur retard relatif en matière d'épargne retraite à long terme, les marchés d'Europe Continentale détiennent, nous semble-t-il, un atout de taille en matière de mode de régulation par rapport à une partie du monde anglo-saxon.

En effet, incontestablement, le modèle anglo-saxon s'est toujours senti plus à l'aise dans la réglementation institutionnelle, conséquence logique de la prédominance des grands fonds de pensions à prestations



définies pratiquant une approche de type « club », où les porteurs du risque sont, en général, des « investisseurs avertis ». De ce fait, et sans vouloir polémiquer, l'adaptation à la distribution grand public a toujours été malaisée pour beaucoup d'institutionnels anglo-saxons, dont la culture prédominante est celle du *brokerage* ou celle du recours à des conseillers financiers indépendants (IFAs). Les graves dysfonctionnements qu'ils ont connus il y a quelques années, avec le *misselling* au Royaume-Uni et, plus récemment, les scandales liés au *late trading*, au *market timing* et au *directed brokerage*<sup>6</sup> aux États-Unis l'ont bien mis en évidence.

À l'opposé, en Europe Continentale, l'approche *retail*, avec pour corollaire, certes, la forte réglementation que connaissent les réseaux bancaires et d'assurance, paraît plus adaptée aux produits individuels dans la mesure où elle apporte un surplus de sécurité pour les investisseurs finaux. Cette recherche prioritaire de sécurité pour les investisseurs est due en partie au souci exprimé par les grands réseaux de distribution de préserver leur capital réputationnel auprès d'une clientèle qui a recours à l'ensemble des services financiers mis à leur disposition par ces établissements financiers.

Le mode de régulation n'est donc pas neutre vis-à-vis d'un schéma à cotisations définies.

Quant à la gouvernance des acteurs et des produits, celle de la gestion collective, notamment des OPCVM, se situe au plus haut niveau d'exigence. Pratiquement aucun autre produit d'épargne n'offre un tel niveau de transparence et de richesse d'information : valeurs liquidatives quotidiennes, performances comparatives continues, publication régulière des portefeuilles sous-jacents et information sur les frais... Bénéficiant aussi d'une réglementation mondiale relativement homogène (régulateurs nationaux, européens - CESR - et internationaux - IOSCO), les fonds d'investissement constituent peut-être le premier produit d'épargne quasi universel. Ils peuvent ainsi répondre aux besoins de sécurité et de portabilité recherchés par les entreprises multinationales pour leurs salariés. C'est dans ce sens que les acteurs français de la gestion proposent actuellement l'instauration d'un produit européen de retraite complémentaire collective dans le cadre de l'entreprise, à l'image du 401K américain (en interdisant toutefois tout investissement significatif dans les titres de la seule entreprise où travaille le salarié afin d'éviter une concentration excessive des risques) ou du Plan d'épargne retraite collective (PERCO) récemment instauré en France.

Enfin, enjeu essentiel, la qualité de la gestion financière des produits et la maîtrise de l'allocation d'actifs sur des horizons de très long terme. Cet enjeu est de taille car il met les investisseurs en charge directe de la désintermédiation financière et pousse les professionnels de la gestion à



concevoir une offre nouvelle répondant aux critères de durée, de diversification des risques géographiques et en classes d'actifs, ainsi que d'adaptation à des marchés financiers de plus en plus complexes. Ce processus conduit en fait à l'émergence d'une offre nouvelle où les gestions du risque et de la performance s'adaptent de près aux spécificités de la demande des épargnants. Dans ce domaine, la tradition très modélisatrice, et friande de produits structurés, des professionnels français, leur permet une maîtrise assez spontanée de la gestion actif-passif. Enfin, l'horizon long des placements proposés devrait favoriser la sélection des investissements sur la base de la qualité intrinsèque des actifs détenus. La priorité donnée à la gouvernance des sociétés ainsi qu'aux thèmes liés au développement durable et à l'investissement socialement responsable (ISR), pour lesquels la Place de Paris joue un rôle de premier ordre en Europe, constitue l'un des socles de cette évolution. Dans ce domaine, les travaux très constructifs réalisés par les professionnels en relation avec les organisations syndicales et les agences de notation spécialisées dans l'ISR se sont largement appuyés sur le redéploiement récent de l'épargne salariale.

*POUR QUE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES JOUE PLEINEMENT  
SON RÔLE DE VÉHICULE DE TRANSFERT DE POUVOIR  
D'ACHAT DANS LE TEMPS, L'ÉTAT DOIT RESTER NEUTRE  
DANS LE CHOIX DES INVESTISSEURS*

Les développements évoqués ci-dessus exigent toutefois que l'État, notamment en matière de fiscalité et de réglementation, adopte une conduite beaucoup plus stable et moins interventionniste s'agissant du niveau et des modalités d'allocation de l'épargne des ménages.

Parmi les croyances qui s'installent aujourd'hui, il y en a une qui semble avoir le vent en poupe : celle qui prône que, pour relancer la croissance et la consommation, il faudrait diminuer un taux d'épargne jugé trop élevé. À court terme, et dans une optique keynésienne, cette idée semble séduisante, car, par un effet mécanique, chaque année la partie non épargnée du revenu des ménages viendrait nourrir leurs dépenses de consommation, et par conséquent, favoriser la croissance de l'économie. Sur le moyen et long terme, toutefois, cette idée est plutôt dangereuse car, non seulement, elle pourrait entraîner des effets macroéconomiques défavorables, en pesant à terme sur le taux d'investissement, mais aussi parce qu'elle a tendance à faire oublier la nature microéconomique de l'épargne, selon laquelle celle-ci doit servir tout d'abord à accumuler un patrimoine ou des capitaux permettant de lisser tout au long du cycle de vie la consommation des individus. Notons que si cette approche microéconomique de l'épargne remet au centre du





système la satisfaction des intérêts et les besoins individuels, elle n'exclut aucunement l'idée selon laquelle, par effet de propagation, l'épargne est l'huile qui permet aux marchés de faire tourner les moteurs de la croissance (Brender, 2004). Au contraire, elle est la condition *sine qua non* de celle-ci.

En outre, en France, pendant longtemps, les ménages français ont été privés de véhicules d'épargne longue en vue de la retraite en capitalisation (seule l'assurance-vie pouvant servir de palliatif partiel grâce à sa durée de blocage obligatoire de moyen terme). Alors qu'en 2004 le gouvernement est venu enfin remplir les « cases vides de la finance », en créant le PERP (Plan d'épargne retraite populaire) et le PERCO, premiers véritables produits d'épargne retraite complémentaires à cotisations définies (l'un individuel, l'autre collectif), il est extrêmement dommageable que des mesures de relance de la consommation *via* des déblocages d'une partie de l'épargne salariale soient venues confirmer les craintes concernant les pulsions « activistes » de l'État en matière d'épargne. Il en est de même, au moment de la rédaction de cet article, des tentations gouvernementales au sujet du déblocage de la « participation » annuelle des salariés, qui ont la chance de pouvoir en bénéficier dans leur société, mesure qui serait d'autant plus dommageable que cette épargne constitue pour beaucoup la seule amorce d'un effort d'épargne à long terme. Toutes ces mesures visant à jouer sur l'épargne pour relancer temporairement l'économie ont, non seulement un effet faible et passager sur la relance de la consommation, mais elles contribuent surtout à désorienter davantage des ménages déjà inquiets par les conséquences économiques du vieillissement de la population.

Enfin, à l'opposé des pratiques courantes, l'État doit se garder de « promouvoir » la détention de tel ou tel produit dans le portefeuille des ménages, la plupart du temps sous prétexte de financements ciblés faisant partie de ses objectifs de politique économique. La structure actuelle de l'épargne des ménages français met en évidence une déformation flagrante de celle-ci en faveur des produits courts ou à moyen terme. La relative pauvreté des portefeuilles des ménages en produits longs et risqués, donc plus rémunérateurs, en présence d'un besoin croissant de financements en fin du cycle de vie, montre que les choix des ménages s'expliquent moins par leur horizon de placement et leur aversion au risque que par l'impact d'une fiscalité « incitative » qui est loin d'être neutre. Or, comme le souligne O. Garnier (2004), si les protections, et les incitations, offertes par l'État providence étaient crédibles, les ménages devraient, au contraire, prendre davantage de risques en matière de placements. Il s'ensuit le phénomène qu'il appelle fort justement la « mal épargne » française.



*DU BON USAGE DE L'ÉPARGNE DES MÉNAGES :  
DÉFI POUR LES GÉRANTS D'ACTIFS,  
DÉFI POUR LES POLITIQUES*

Compte tenu des transferts de risques croissants vers les ménages, les gestions ont un rôle essentiel à jouer. L'offre de produits doit, non seulement assurer une bonne protection du patrimoine existant, mais surtout proposer aux épargnants les outils visant à favoriser une allocation leur permettant de valoriser au mieux le produit de leur épargne. Outre le renforcement de la gouvernance des responsables, ainsi que du niveau d'éducation financière des différents bénéficiaires, ce processus demande une cohérence accrue de la part de l'État, s'agissant notamment de l'application d'une politique fiscale, et par conséquent de l'épargne, relativement neutre et stable. Mais surtout n'oublions pas cette idée élémentaire selon laquelle la consommation, au-delà des besoins vitaux, dépend avant tout de la confiance qu'a le citoyen dans son avenir. En tout état de cause, toute politique d'intervention du type *stop-and-go* dans ce domaine structurel essentiel qu'est celui de l'épargne risque souvent de se traduire par un ébranlement de la confiance des consommateurs/épargnants...

*NOTES*

1. Produits d'épargne retraite du 3<sup>ème</sup> pilier, le 401 (K) est un véhicule collectif à adhésion individuelle pouvant être abondé par l'employeur, alors que, comme son nom l'indique, l'IRA (*Individual Retirement Account*) est un produit strictement individuel qui ne reçoit pas d'abondements.
2. La formation des prix se fait *via* l'explicitation d'options qui dans un système de finance intermédiée restent la plupart du temps « cachées » et donc non valorisées.
3. Rapport « Pour l'éducation économique et financière des épargnants » réalisé par un groupe de travail de Place à l'initiative de l'AMF en mai 2005.
4. Ce rapport, réalisé par Paul Myners à la demande du Chancelier de l'Échiquier Gordon Brown, avait pour but d'évaluer les différents facteurs pouvant expliquer la politique d'investissement, et surtout les performances, des fonds de pension britanniques ([www.hm-treasury.gov.uk/docs/2001/myners\\_report0602.html](http://www.hm-treasury.gov.uk/docs/2001/myners_report0602.html))
5. À l'instar du modèle anglo-saxon, la retraite des Hollandais repose sur un système à trois piliers : régime de base géré en répartition, dont les montants sont faibles car ne pouvant pas dépasser un certain pourcentage du salaire minimum légal (1<sup>er</sup> pilier) ; complémentaire en capitalisation sur une base collective (2<sup>ème</sup> pilier) ; et comptes individuels en capitalisation (3<sup>ème</sup> pilier).
6. Incitation au distributeur de fonds d'investissement par le volume d'ordres de bourse transmis à la société de bourse affiliée.



## *BIBLIOGRAPHIE*

- BRENDER A. (2004), *La France face aux marchés financiers*, Coll. Repères, La Découverte.
- FMI (March 2005), « Tranfert, reallocation and management of financial risk », *Global Financial Stability Report*.
- GARNIER O. (2004), « Pour une nouvelle politique de l'épargne », *Sociétal* n° 46, 4T.
- LAVIGNE A. (1998), « Retraite et risques financiers », CDC, Communication Forum Retraites.
- MYNERS P. (March 2001), « Institutional Investment in the UK », *Myners Report*.
- OCDE (April, 2005), « Lignes directrices pour la gouvernance des assurances et des fonds de pensions ».

