

GESTION COLLECTIVE : LES ANNÉES DE MATURITÉ

ALAIN LECLAIR *

Depuis 1987, date de sa création, la *Revue d'économie financière* (REF) s'attache à faire le lien entre la pratique professionnelle et la recherche académique sur les divers sujets que recouvre l'économie financière, au sens large du terme. Si la gestion d'actifs fait naturellement partie des thèmes abordés, c'est toutefois plus aux détours d'analyses sur la transformation des systèmes financiers, puis du financement de la retraite, ou encore de l'évolution de la réglementation de la gestion des risques opérationnels, que la gestion d'actifs est approchée. Si, dès les tout premiers numéros de la REF, l'essor de la gestion collective est bien au cœur des réflexions sur la « marchandisation » du système financier dans les années 1980, il faudra attendre le début des années 2000 et les REF numéro 79¹ et numéro 85² pour que deux numéros spéciaux soient entièrement consacrés à l'industrie de la gestion d'actifs en tant que telle.

77

Il n'y a à cela rien d'étonnant. L'industrie de la gestion pour compte de tiers est un secteur institutionnel relativement jeune. Si les premières Sicav font leur apparition dès le début des années 1960, la gestion pour compte de tiers ne se développera pleinement, d'un point de vue institutionnel, qu'avec la déréglementation financière, au milieu des années 1980, et la loi du 2 août 1989 créant le statut de société de gestion de portefeuilles (SGP) dont l'agrément est alors confié à la Commission des opérations de Bourse (COB). La loi de modernisation

* Président d'honneur, Association française de la gestion financière (AFG).

L'auteur tient à remercier Servane Pfister, responsable des publications de l'AFG, pour sa collaboration à la rédaction de cet article et Carlos Pardo, directeur du service recherche-économie de l'AFG, pour ses remarques et ses critiques.

des activités financières (MAF) de 1996, reconnaissant à part entière le métier de la gestion d'actifs pour compte de tiers, lui donnera un véritable essor et une autonomie vis-à-vis des banques, des assurances et des métiers du titre *via* la filialisation des activités de gestion et l'essor des sociétés entrepreneuriales.

Le rôle économique et les enjeux de la gestion sont, de ce fait, de mieux en mieux appréhendés dans les travaux académiques. Et ce, d'autant plus que cette industrie joue un rôle crucial dans le processus de gestion des risques et la valorisation des patrimoines et, concomitamment, dans le financement de l'économie.

L'objet de cet article n'est pas de faire le panégyrique de la gestion française pour compte de tiers, mais de revenir sur son éclosion, son développement et la place qu'occupe aujourd'hui cette industrie dans l'économie. En guise de conclusion, cet article propose quelques pistes de réflexion concernant les réformes en cours ou à venir relatives aussi bien à la gestion qu'aux marchés financiers. Souhaitons que certaines des thématiques proposées ici contribuent à encourager le débat académique à poursuivre ses recherches en ce domaine.

UNE INDUSTRIE DONT L'ESSOR VA DE PAIR AVEC LA MARCHÉISATION DES ÉCONOMIES

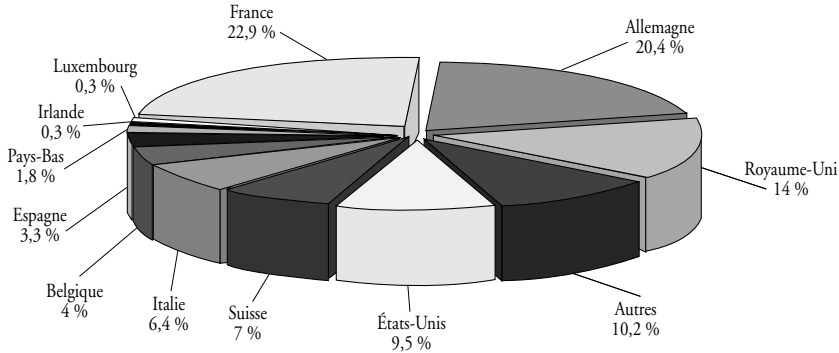
78

La gestion d'actifs, pour compte propre ou pour compte de tiers, se définit comme la gestion financière de capitaux dans l'objectif de valoriser les placements et les patrimoines, c'est-à-dire d'obtenir un revenu et/ou des plus-values des placements effectués. La gestion pour compte de tiers³ consiste en la délégation, par un investisseur (privé ou institutionnel) auprès d'une société de gestion, de la fonction d'investissement et de gestion des capitaux. La gestion pour compte de tiers comporte, quant à elle, à la fois la gestion de portefeuilles sous mandat (ou gestion discrétionnaire individuelle) et la gestion collective (ou gestion d'organismes de placement collectif - OPC). Cette dernière, en proposant aux porteurs des parts d'un portefeuille, offre à un grand nombre d'individus l'accès à des techniques de gestion sophistiquées, une mutualisation des coûts et du risque et la possibilité d'investir des montants de moindre importance.

Bref rappel historique ou comment la gestion d'actifs est devenue une industrie à part entière

Si la France est aujourd'hui l'un des leaders internationaux de la gestion d'OPCVM (n° 1 en Europe et n° 2, après les États-Unis, dans le monde), c'est notamment grâce à la façon dont le secteur s'est développé.

Graphique 1
Industrie de la gestion financière d'OPCVM européens
 Réallocation des actifs domiciliés au Luxembourg et en Irlande
 dans les pays d'origine des promoteurs (6 142 Md€ à fin 2008)



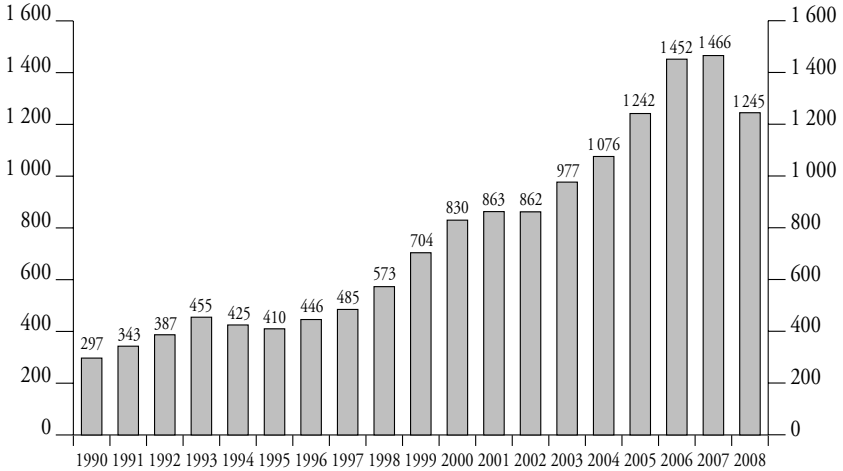
Sources : European Funds and Asset Management Association (EFAMA), Commission de surveillance du secteur financier (CSSF), Irish Funds Industry Association (IFIA).

Une industrie issue essentiellement, mais non exclusivement, de la banque et de l'assurance

Par nature, la gestion d'actifs est une industrie qui va de pair avec l'innovation financière et le développement des marchés. Le processus ayant abouti à la désintermédiation et au décloisonnement des marchés a été organisé en France dans les années 1980. Sa première étape avait pour but d'améliorer le financement, notamment à court terme, des agents économiques et des déficits publics. Ainsi, la marchandisation et la dérégulation du système financier français, de judicieuses incitations fiscales sur les Sicav monétaires, dans un contexte de plafonnement de la rémunération des dépôts à terme, doublé d'une interdiction de rémunération des dépôts en comptes courants, ont incité l'épargne, jusqu'alors majoritairement « bancarisée » et placée en produits liquides, à se réorienter, du moins partiellement, vers les marchés financiers au travers notamment de produits de gestion collective, tels que les Sicav. Les années 1980 connaîtront ainsi l'explosion des Sicav de court terme.

Banques et assurances, soucieuses de conserver cette épargne, développent alors de nouvelles fonctions et intègrent la gestion de capitaux à leurs activités (Biacade, 1988 ; Bourven, 1997). En France, la gestion d'actifs a donc été développée pour et par les principaux collecteurs d'épargne ; banquiers et assureurs deviennent alors, *via* des structures *ad hoc* et par le volume des actifs gérés, les premiers gérants d'actifs pour compte de tiers, intermédiaires entre l'investisseur final (l'épargnant) et les marchés financiers.

Graphique 2
Actifs nets des OPCVM français
 (en Md€)



Un développement qui contraste avec celui de la gestion anglo-saxonne

80

Ce développement contraste avec celui qui prévaut dans les pays anglo-saxons où la gestion d'actifs est développée par le marché pour les besoins des investisseurs institutionnels, principalement des fonds de pension, d'abord à prestations définies puis à cotisations définies. Fondée à la fois sur une économie de marchés financiers et sur une législation limitant les trustees (le Glass Steagall Act), la gestion d'actifs américaine s'est constituée après guerre dans des sociétés strictement indépendantes du type Fidelity (Leclair et Pardo, 2001), c'est-à-dire hors des banques et des compagnies d'assurance. D'où la plus grande place que tient l'architecture ouverte, c'est-à-dire la distribution de fonds tiers, aux États-Unis relativement à celle prévalant en Europe continentale.

Si l'on peut faire remonter la gestion professionnelle anglo-saxonne au XIX^{ème} siècle, le développement des *mutual funds*, véritables équivalents de nos OPCVM, est en revanche plus récent et leur véritable essor date des années 1970. Encouragée par la Federal Reserve afin de dynamiser le secteur bancaire, la création des *money market funds*, pouvant servir de support à des comptes chèques de particuliers, a véritablement collectivisé la gestion américaine. Cette voie ouverte à des produits financiers innovants a encouragé les principaux courtiers (*brokers*) à en développer la commercialisation et a conduit les quelques grandes firmes indépendantes de la gestion financière à une forte croissance de leurs encours. Ce mouvement fut relayé par la création,

au début des années 1980, des IRA (*individual retirement accounts* ou comptes de retraite individuels) et des 401K (fonds de pension à cotisations définies, véritables plans de retraite d'entreprise, dont le PERCO - plan d'épargne retraite collectif - est proche), dont les encours dépassent aujourd'hui ceux des fonds de pension à prestations définies.

La suppression du Glass Steagall Act, à la fin des années 1990, aux États-Unis et le mouvement de filialisation des SGP en France aboutissent aujourd'hui à une certaine convergence de ces structures, contribuant à la fois au développement de grosses sociétés de gestion, filiales de banques ou d'assurances aux États-Unis, et à la création d'un grand nombre de « boutiques » en Europe.

Filialisation, innovation, diffusion

Sous la pression des acteurs et dans le cadre du traitement des conflits d'intérêts existants entre certaines activités bancaires et la gestion d'actifs, cette activité-ci a été filialisée. Ce mouvement s'est amplifié suite à la loi de modernisation des activités financière de 1996. En effet, à partir des années 1980, certains acteurs du secteur envisagent de séparer la gestion d'actifs des autres fonctions de la banque ou de l'assurance. Ainsi, dès cette époque, de nombreuses *asset management companies* se mettent en place. Ont contribué à ce mouvement la réintégration des fonctions d'agents de change dans les banques et le développement de sociétés dédiées exclusivement à la gestion. Si l'industrie reste en termes d'actifs gérés encore dominée par des acteurs majeurs, filiales de banques ou d'assurances (les dix premières sociétés de gestion géraient à fin 2008 presque un tiers des actifs contre 55 % il y a cinq ans), une trentaine de sociétés de gestion, la plupart du temps spécialisées, sont créées chaque année en France.

Le mouvement de filialisation, la diversification de l'offre et l'essor des techniques de gestion ont largement contribué au développement de « boutiques » spécialisées, souvent entrepreneuriales⁴. L'évolution rapide du nombre d'acteurs⁵ (plus de 550 sociétés de gestion fin 2008) est due en grande partie à la professionnalisation accrue du métier. Devant la complexification des produits financiers, l'émergence de nouvelles classes d'actifs, la demande de plus en plus exigeante notamment des investisseurs institutionnels et la forte concurrence qui règne entre les acteurs, les gérants se doivent d'innover et de se spécialiser.

Le modèle français de la gestion

Des différences préexistent et subsistent entre le modèle économique de la gestion d'actifs française et celui de la gestion anglo-saxonne.

Elles ont tendance à s'estomper, mais certains atouts du modèle français sont à mettre en valeur.

Des acteurs très complémentaires

La structure historique du secteur français de la gestion, adossé à de grands acteurs bancaires ou d'assurances, lui permet de s'appuyer sur de vastes réseaux de distribution proches du client final. Dans un contexte où l'épargnant/investisseur va devoir s'approprier les outils modernes de la finance, la connaissance des réseaux est une force structurelle du modèle de gestion français qui a su tirer parti de trois atouts principaux inhérents à cette structure :

- la solidité financière des grands groupes a bénéficié aux sociétés de gestion qui leur sont adossées ; celles-ci ont profité de la sécurité et de l'appui financier important de leur actionnaire pour concrétiser les investissements technologiques et en matière grise, parfois lourds, que nécessitait le développement de ce métier, par ailleurs peu consommateur de fonds propres ;

- l'existence de réseaux de distribution importants a constitué un débouché naturel et immédiat pour les produits des sociétés de gestion qui ont pu également réaliser les économies d'échelle permettant rapidement d'asseoir leur rentabilité ;

- le capital de notoriété et de réputation attaché à ces grandes enseignes a joué un rôle de premier plan vis-à-vis des investisseurs⁶.

Si des économies d'échelle évidentes apparaissent dès que l'établissement atteint une certaine taille, permettant ainsi une maîtrise des coûts, la souplesse et l'inventivité des petites structures constituent également un vivier d'innovations contribuant à la diversification des véhicules de placement à la disposition des épargnants français. Dans un contexte d'innovation financière permanente, l'on assiste ainsi à un enrichissement de l'offre de services de gestion doublé d'une forte émulation et d'une saine concurrence.

Les sociétés de gestion entrepreneuriales viennent compléter le marché en apportant leur savoir-faire, leur souplesse et leur dynamisme. En effet, ces structures de taille plus petite, de culture entrepreneuriale et spécialisées sur des créneaux spécifiques, s'adressent à des clients privés et, dans une moindre mesure, à des institutionnels qui recherchent des réponses personnalisées à leurs besoins. Véritables pépinières de talents, elles apportent une expertise très recherchée sur les marchés : le sur-mesure.

Un cadre réglementaire adapté et stimulant pour le « retail »

Force est également de constater que la structure juridique dans laquelle s'exerce la gestion d'actifs est d'une grande importance pour

le développement de ce secteur. Par nature, la gestion d'actifs a vocation à favoriser l'innovation financière et le développement des marchés financiers. En tant qu'investisseur et dans le souci de diversifier et de rentabiliser cet investissement, le gestionnaire est l'un des principaux « consommateurs » de produits financiers. En tant qu'intermédiaire financier et dans le souci de répondre aux besoins de ces clients (les investisseurs finaux), le gestionnaire aura à cœur de développer des produits d'épargne innovants, offrant une palette variée de possibilités d'investissement allant du plus rémunérateur (et donc plus risqué) au plus sécurisé (avec en conséquence une rentabilité plus modérée).

Le cadre réglementaire développé en France a su être le moteur de l'innovation financière tout en garantissant un niveau élevé de sécurité à l'épargnant. Le « label » européen UCITS, fondé sur le couple innovation/réglementation, a fait de la gestion européenne l'un des leaders mondiaux rejoignant aujourd'hui, en termes d'encours gérés, la gestion américaine.

En structurant les produits et en déterminant le cadre d'exercice de la profession, la réglementation a une influence non négligeable sur les conditions dans lesquelles peuvent se développer les innovations financières. Elle participe également à la sécurisation du secteur en formalisant la protection des investisseurs. Pourtant, un cadre juridique trop contraignant est susceptible de brider le développement de l'industrie et d'induire des distorsions de concurrence. De même, un cadre trop laxiste risque de favoriser l'apparition de risques systémiques jetant le discrédit sur la profession. En cela, la structure juridique européenne dans laquelle s'exerce aujourd'hui la gestion d'actifs française a évolué de façon favorable à la compétitivité du secteur. La gestion financière française s'appuie ainsi sur une réglementation pragmatique permettant le développement et l'utilisation des innovations donnant lieu à de nouvelles techniques de gestion, tout en assurant un niveau élevé de sécurité pour les porteurs. Cet équilibre est délicat à trouver et sans cesse remis en cause par les évolutions technologiques, scientifiques ou les chocs économiques. Aux régulateurs et aux professionnels de réagir à ces changements, tout en préservant ce fragile équilibre.

83

*UNE INDUSTRIE QUI CONTRIBUE
À LA BONNE ALLOCATION DE L'ÉPARGNE*

Un changement dans la culture économique française

*Inéluctable croissance de la part des véhicules de gestion d'actifs
dans le patrimoine des ménages*

Le vieillissement inéluctable de la population (de Castries, 1998)

implique que le système par répartition devra être complété par un système par capitalisation, fruit d'une épargne longue supplémentaire de la part des ménages.

Cette évolution devrait avoir au moins deux conséquences :

- les épargnants/investisseurs devront désormais accepter la prise de risques inhérente aux régimes par capitalisation ;
- la gestion d'actifs et particulièrement la gestion collective prennent et prendront une place de plus en plus importante dans le patrimoine des ménages.

Un financement du système fondé sur la capitalisation réclame le savoir-faire de spécialistes ainsi qu'une robuste organisation du contrôle des risques, afin que la protection de l'épargnant soit maximale.

Aujourd'hui, qu'ils soient détenus directement, ou indirectement au travers notamment de contrats d'assurance-vie par exemple, les fonds d'investissement représentent en France 20 % du patrimoine des ménages. Et cette part devrait s'accroître dans les années à venir, étant donné le rôle que la gestion est appelée à jouer dans le cadre du besoin croissant de financement complémentaire des retraites.

Conséquence du passage d'une économie intermédiée à une économie de marchés financiers, ce sont les investisseurs institutionnels (tels que les assurances, les fonds de pension...) qui sont aujourd'hui les principaux clients de la gestion d'actifs : ils détiennent aujourd'hui plus de la moitié des actifs sous gestion, que ce soit sous forme d'OPCVM ou de mandats de gestion.

84

Un partage des risques pour les épargnants qui nécessite une bonne gouvernance

Si l'épargne a ainsi été réorientée vers les marchés financiers, *via* notamment la gestion pour compte de tiers, développant ainsi des sources d'approvisionnement en capital nécessaires au financement de l'économie, le risque concomitant a été en partie transféré aux investisseurs finaux en contrepartie d'une plus grande rémunération des placements (Leclair, 2005). Dans une économie intermédiée, c'est, par nature, au contraire l'intermédiaire qui porte le risque et le mutualise. Ce transfert massif des risques vers le patrimoine financier de ménages implique cependant un système de gouvernance nationale et internationale de ce portage, afin d'assurer la stabilité financière. C'est également pour cette raison que les acteurs portent depuis quelques années leurs préoccupations vers l'éducation financière des épargnants.

Dans ce nouveau schéma, le gérant a un rôle essentiel à jouer. Non seulement, il doit fournir à l'épargnant des produits valorisant au mieux son épargne en vue de sa retraite future, mais il doit également s'assurer que le portage des risques, ainsi retransmis, correspond à

ses besoins. En tant que « passeur de risque », le gérant d'actifs doit proposer des outils conduisant à une allocation pertinente du patrimoine financier de l'épargnant tout en le valorisant au mieux.

Une participation croissante au financement de l'économie

Un apporteur de capitaux incontournable

Le rôle de la gestion financière pour compte de tiers dans le système économique ne se limite pas à celui de collecteur d'épargne. Elle est également investisseur. En gérant et en investissant sur les marchés et dans l'économie l'équivalent du PIB mondial (soit 35 000 Md€)⁷, la gestion pour compte de tiers est un apporteur de capitaux incontournable. En France, aujourd'hui, parmi les 55 % des titres des sociétés du CAC 40 détenus par les résidents, près d'un tiers sont détenus par les OPCVM de droit français (Valli, 2007). La gestion collective arrive ainsi en seconde position parmi les apporteurs de capitaux, après les entreprises non financières qui détiennent plus de 14 % des titres de ces sociétés et loin devant les établissements de crédit (près de 8 %) et les assurances (environ 4 %). Concernant le non-coté, la gestion, *via* le capital-investissement, apporte chaque année des capitaux pour un montant de l'ordre de 8 Md€ à 15 Md€ aux entreprises qu'elles soient en phase d'amorçage, ou bien afin de faciliter leur transmission, en passant par le financement de leur développement.

85

La responsabilité des gérants en matière de gouvernement d'entreprise

La gestion pour compte de tiers est désormais l'un des piliers de l'économie. Tout comme le transfert des risques vers le patrimoine des épargnants confère au gérant une responsabilité en matière d'adéquation entre son offre et leurs besoins, sa part croissante dans le financement de l'économie lui confère la responsabilité échuë à l'investisseur, ces deux responsabilités se rejoignant d'ailleurs sur plusieurs points.

Ainsi, la fin des années 1990 et contrairement à une position traditionnelle rétive à tout « activisme » actionnarial de la part des gérants, ces derniers ont adopté une réflexion inverse en tentant au maximum d'exercer leur influence en matière de gouvernement d'entreprise, plus particulièrement par le truchement de l'exercice des droits de vote (Bollon, 2001). Plusieurs raisons expliquent ce changement. Tout d'abord, en achetant des parts d'OPCVM, l'épargnant transfère le droit de vote attaché aux titres du portefeuille au gérant. Il serait alors anormal que ce droit ne soit pas exercé et les droits de vote ainsi « stérilisés ». Ceci d'autant plus que la part du patrimoine des ménages en actions, *via* les OPCVM, a nettement crû depuis la fin des années

1990. Serait-il normal aujourd'hui que près de 14 % des droits de vote du CAC 40 ne soient pas exercés ? Cette situation donnerait un avantage certain à d'autres actionnaires plus activistes tels que des fonds de pension étrangers ou des fonds souverains. De plus, une bonne gouvernance pouvant être porteuse d'une meilleure efficacité, et donc d'un accroissement de la performance, est également à l'origine du changement d'attitude de certains gérants empêchés de trop faire évoluer leur portefeuille en raison d'une gestion *benchmarkée*, par exemple. Ainsi, dès 1997, la profession s'est dotée de recommandations et de normes de déontologie en matière de gouvernement d'entreprise approuvées par le régulateur.

QUO VADIS ?

Si l'objet de ce numéro de la REF était de récapituler les divers thèmes traités depuis sa création, on ne pouvait pas terminer cette contribution sans dire quelques mots sur la crise en cours, ses conséquences sur la gestion et, plus généralement, sur l'industrie financière. En effet, malgré les évolutions positives de la gestion décrites dans les pages précédentes, dans le contexte de crise actuelle, très pénalisant pour les investisseurs, les sociétés de gestion se sont trouvées dans une position extrêmement complexe, voire délicate. Elles ont dû, à la fois, gérer l'éventualité de retraits massifs et opérer des choix d'investissement, tout en étant privées de la fiabilité des indicateurs habituels. Elles se sont, en outre, trouvées confrontées à la demande d'une clientèle brusquement partagée entre le désir naturel de rentabilité et l'attrait croissant pour une liquidité assurée de leurs placements. Les acteurs de la gestion en France, grâce à leur solidité et à leur professionnalisme, mais aussi parce qu'ils sont relativement moins exposés aux marchés des actions, ont finalement montré, peut-être mieux que leurs voisins, une bonne résilience.

La gouvernance des acteurs de la finance se trouve ainsi au centre du débat et leur régulation constitue une priorité pour surmonter la crise et restaurer la confiance. Cette crise fait suite à une série de scandales (Enron, Madoff...), avec en toile de fond une priorité constamment donnée au court terme qui a déséquilibré la sphère financière. Symptomatiques de cette défaillance, ces scandales et la formation récurrente de bulles sur les différents marchés viennent questionner les deux approches réglementaires qui s'affrontent aujourd'hui. Mis en avant lors du dernier G20, ce clivage réglementaire oppose deux visions que tout semble opposer : l'une, anglo-saxonne, fondée sur de grands principes et laissant aux acteurs sans doute trop de latitude et l'autre, européenne, qui, en dépit d'une trop grande

rigueur et parfois au prix d'un certain conservatisme, privilégie la protection de l'investisseur.

Cette crise économique et financière n'est pas le reflet d'un simple phénomène cyclique : elle marque à notre sens un véritable changement d'ère. Cependant, il ne faut pas verser dans un « pessimisme irrationnel », mais faire preuve de détermination pour lancer en France, en Europe et dans le monde un ensemble de « grands travaux » redonnant au marché financier sa finalité ultime qui est celle de contribuer à la croissance économique.

Il s'agit donc prioritairement de réformer en profondeur la réglementation financière elle-même et de favoriser les incitations contribuant à développer l'épargne longue au service du financement d'une croissance économique plus saine et plus durable. Ce succès ne pourra toutefois être obtenu que si, de leur côté, les investisseurs, représentés en grande partie par les intermédiaires que sont les sociétés de gestion - le *buy-side* -, se mobilisent pour jouer pleinement leur rôle de contre-pouvoir pour une meilleure gouvernance des marchés.

NOTES

1. Voir : *Revue d'économie financière, L'industrie de la gestion d'actifs*, piloté par Wahl P., Bollon P. et Pardo C., 2005, n° 79.
2. Voir : *Revue d'économie financière, L'investissement socialement responsable*, sous la direction de Bollon P. et Pardo C., 2006, n° 85.
3. Pour un guide complet de la gestion pour compte de tiers, voir : Boulier et Pardo, 2005.
4. Une société de gestion est dite entrepreneuriale, si plus de 50 % de son capital est détenu par une ou plusieurs personnes physiques.
5. Le marché français compte ainsi un vaste tissu de sociétés de gestion - spécialisées notamment dans la gestion privée, la gestion alternative, la multigestion, le capital-risque... - dont les plus dynamiques, connues sous le nom de « gazelles de la finance », ont connu, au cours des dix dernières années, des taux de croissance annuels de leurs encours et de leurs résultats supérieurs à 30 %.
6. Contrairement aux affaires de *late trading* aux États-Unis ou de *misselling* en Grande-Bretagne, l'Europe continentale ne connaît pas, à ce jour, de scandales majeurs liés à la gestion pour compte de tiers.
7. En France et en Europe, les actifs sous gestion représentent plus que leurs PIB respectifs.

BIBLIOGRAPHIE

- BIACADE P. (1988), « D'une intermédiation financière à une autre : le cas de la désintermédiation », in *Revue d'économie financière*, n° 4.
- BOLLON P. (2001), « Bien gérer, c'est aussi bien voter », in *Revue d'économie financière*, n° 63.
- BOULIER J.-F. et PARDO C. (2005), « Mini guide de la gestion pour compte de tiers ou ce que vous avez toujours voulu savoir sur la gestion d'actifs », in *Revue d'économie financière*, n° 79.
- BOURVEN M. (1997), « 1997 : la mutation de la gestion de capitaux en France - De l'intégration à l'indépendance et du monopole à la concurrence », in *Revue d'économie financière*, n° 42.
- DE CASTRIES H. (1998), « Les zinzins », in *Revue d'économie financière*, n° 47.
- LECLAIR A. (2005), « De la prestation définie à la cotisation définie : un nouveau défi pour la gestion d'actifs », in *Revue d'économie financière*, n° 79.
- LECLAIR A. et PARDO C. (2001), « Fonds d'investissement : un rôle croissant dans le financement des économies européennes », in *Revue d'économie financière*, n° 64.
- VALLI T. (2007), « OPCVM : près de 20 % de la capitalisation flottante du CAC 40 », *Note AFG*.