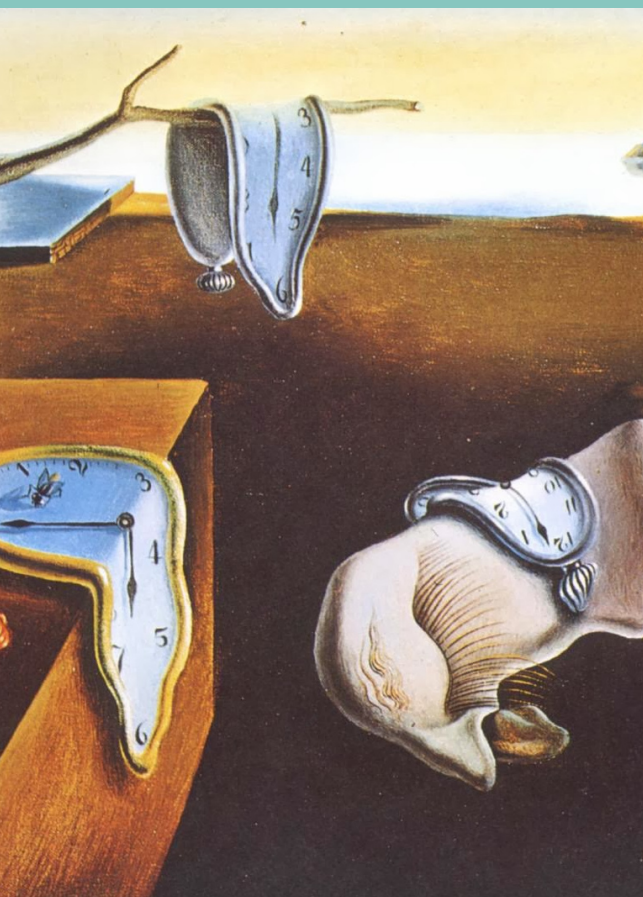


WORKING PAPER



38

La tragédie de l'horizon des assureurs

Pierre François

AVRIL 2026

PARI

PROGRAMME DE RECHERCHE
SUR L'APPRÉHENSION DES RISQUES
ET DES INCERTITUDES

LA TRAGÉDIE DE L'HORIZON DES ASSUREURS

Résumé – Le sens commun disqualifie souvent les raisonnements financiers en ce qu'il situerait systématiquement dans un horizon de court-terme. Le rapport au temps des acteurs financiers se démarque effectivement de celui d'autres acteurs économiques, mais il le fait en épousant des formes plus subtiles que celle d'un raccourcissement de l'horizon temporel. La nouvelle régulation prudentielle du secteur assurantiel (Solvabilité II) contient un dispositif qui impose à la finance de ressembler à sa caricature. Alors que le modèle économique des assureurs les porte à adosser des engagements de long terme sur des placements eux aussi de long terme, Solvabilité II impose de calculer les exigences de capital à partir de l'estimation d'un risque de ruine à horizon d'un an. Ce raccourcissement brutal s'impose à tous les assureurs, y compris à ceux qui jusque-là ignoraient entièrement les injonctions tirées de la théorie financière.

Parmi les hypothèses qui se font jour pour qualifier de manière synthétique les changements que connaît le capitalisme depuis une cinquantaine d'années, la financiarisation insiste sur la manière dont « la finance et les considérations financières deviennent de plus en plus centrales dans le fonctionnement des économies » (Davis et Kim 2015, p. 205). La financiarisation, poursuivent Davis et Kim, « désigne une discontinuité fondamentale entre l'économie d'après-guerre, tirée par la production industrielle et l'échange de biens, et l'économie actuelle, qui se concentre avant tout sur les indicateurs financiers » (*Ibid*). L'analyse de cette « discontinuité fondamentale » suppose de poser trois questions, inégalement travaillées dans la littérature (Davis et Kim 2015 ; Van der Zwan 2014). La première est celle des *symptômes*, qui permettent d'identifier cette discontinuité, ou d'en remettre en cause l'existence. Il n'est guère difficile d'admettre que la présence sinon d'acteurs financiers, du moins de tâches financières que remplissent certains acteurs économiques (spécialisés ou non), est aussi ancienne que le capitalisme : leur présence ne permet donc pas, à elle seule, de parler de financiarisation. Si rupture il y a, elle n'est donc pas imputable à l'existence de ces acteurs, mais à leur domination : on peut parler de financiarisation si des logiques d'action financières, dont il faut préciser la nature et les contours, s'imposent à l'ensemble des acteurs économiques – entreprises, consommateurs, acteurs publics, etc. La seconde question est d'ailleurs celle du *périmètre* de l'emprise des logiques financières : tous les acteurs y sont-ils soumis avec la même intensité, ou certains peuvent-ils s'en défendre au point de s'y soustraire ? Les travaux sur les entreprises concentrent leur analyse sur les plus grandes entreprises cotées (Davis *et al.* 1994 ; Fiss et Zajac 2004 ; François et Lemercier 2016 ; Useem 1996) – alors même qu'il est possible de montrer que, selon leur taille et leur secteur d'activité, les entreprises sont très inégalement contraintes d'adopter des stratégies d'optimisation financières (François et Voldoire 2020 ; Perraudin *et al.* 2008). Ce qui impose de soulever une troisième interrogation : par quels *canaux* ces logiques financières en viennent-elles à s'imposer ? Avec l'identification du phénomène, celle de ses causes est l'une qui a fait l'objet des travaux les plus fouillés et les plus systématiques : selon les pays, on a pu insister sur le rôle des actionnaires (Davis 2009 ; Jung et Dobbin 2012) ou des acteurs financiers (François et Lemercier 2016 ; Zorn 2004), de la circulation de la théorie financière (McKenzie 2003) ou du rôle de l'Etat (Baud et Chiapello 2015 ; François 2021).

Je souhaiterais dans cet article faire retour sur ces trois questions en concentrant mon regard sur le secteur assurantiel européen. On peut voir dans cette démarche une forme de tautologie : quel sens y a-t-il à parler de « financiarisation de la finance » ? Avec le secteur bancaire et celui des marchés financiers, l'assurance constitue en effet l'un des trois principaux segments du secteur financier. Parler de la financiarisation d'un secteur financier cesse d'être une tautologie si l'on admet, comme je le proposai à l'instant, que la financiarisation ne désigne pas la présence d'un certain type d'acteurs, mais qu'elle renvoie à la prévalence de certaines logiques d'action. Comme n'importe quelles entreprises,

les compagnies d'assurance peuvent être gérées en tenant plus ou moins compte des intérêts de telle ou telle partie prenante : dans les décisions qui sont prises, s'attache-t-on à accroître la rémunération des actionnaires ou celle des salariés ? s'efforce-t-on de préserver le pouvoir des dirigeants exécutifs, ou des principaux actionnaires ? cherche-t-on à sécuriser la protection des assurés, ou à garantir la rentabilité des sommes engagées par les investisseurs ? De la même manière, les catégories de pensée qui guident les raisonnements (lorsqu'il s'agit par exemple de savoir si tel ou tel placement est sûr ou s'il est au contraire excessivement risqué) intègrent-elles les enseignements de la théorie financière, ou les laissent-elles au contraire à distance ?

L'identification de la financiarisation s'effectuera ici à partir d'un symptôme que le sens commun associe fréquemment aux logiques financières : la prévalence du court terme. Les acteurs financiers, avance-t-on souvent, seraient soumis à des logiques purement court-termistes : la liquidité de marchés où se financeraient toujours plus d'entreprises rendrait possible le raccourcissement des horizons d'arbitrage dont le développement des algorithmes de trading constituerait une version limite, au point que, progressivement, actionnaires et dirigeants exécutifs s'accorderaient pour piloter en optimisant le rendement à court terme de leurs investissements ou de leurs organisations¹. Les sciences sociales ont, de longue date, contredit cette représentation beaucoup trop simple et homogène des horizons de calcul des acteurs financiers, en soulignant que si certains acteurs raisonnent en effet à très court terme et sur un horizon de quelques secondes (MacKenzie 2018), d'autres – les fonds de pension et les assureurs notamment – raisonnent au moins en partie sur des horizons de longue durée (Useem 1996). S'il faut chercher la spécificité temporelle des raisonnements financiers, ce n'est donc pas en tant qu'ils seraient toujours et partout, et systématiquement, raccourcis ; mais, par exemple, en ce que ce qui s'échangerait sur ces marchés seraient des promesses, plutôt que des biens ou des services, dont la valeur ne se révèle que bien après l'échange. Knorr-Cetina (2015) montre ainsi que l'échange qui intervient sur un marché financier n'achève pas une relation, mais qu'elle l'inaugure : sa valeur ne se révélera qu'après que l'actif aura été de nouveau vendu. De la même manière, ce qui singularise les transactions financières, pour Beckert (2016), c'est moins l'horizon de court terme du calcul des acteurs que l'instantanéité potentielle de leurs décisions : « la possibilité d'une sortie rapide », écrit-il, « présente un contraste évident avec les investissements en capitaux ou en compétence » (p. 144). Cette instantanéité rend certes possible des stratégies très court-termistes, mais elle ne les rend nullement nécessaires. Mieux, explique Beckert, « c'est la possibilité qu'ont les individus de limiter leurs engagements à

¹ Cette mise en cause est fréquente dans la presse (y compris libérale ou conservatrice) comme en témoignent ces quelques exemples : « Contre la dictature du court-terme », *Figaro-Vox*, 9 Février 2016 ; « La dictature du court-terme à l'assaut des Etats », *Slate.fr*, 1^{er} décembre 2011 ; « Edouard Philippe : il faut échapper à la dictature du court-terme », *Challenges*, 17 septembre 2016. Elle est globalement récusée dans la littérature académique, qu'elle soit là aussi d'inspiration critique, ou délibérément libérale (comme, par exemple, Landier et Thesmar (2008) – voir cependant Zumello (2018).

un futur immédiat (...) qui rend possible un abondant financement à long terme de l'économie sur le marché primaire – la possibilité de sortir est une manière de rester liquide » (*Ibid.*).

Si l'on prend la mesure de l'hétérogénéité des rapports au futur qu'entretiennent les acteurs financiers, si l'on connaît la subtilité du rapport au temps qu'ils engagent dans leurs calculs et dans la nature des actifs qu'ils échangent, alors la question que je me propose d'explorer dans cette contribution apparaîtra dans une forme de brutalité : comment comprendre que, depuis le 1^{er} Janvier 2016, les assureurs européens réfléchissent, *tons*, sur un horizon très court au regard de la durée de leurs engagements ? Si, parmi les acteurs financiers, les assureurs sont ceux dont la rationalité devrait les porter à adopter des raisonnements à (très) long terme, alors comment comprendre que leurs décisions d'investissement s'effectuent désormais en appréciant le risque sur un horizon d'un an, et d'un an seulement ? Depuis le milieu des années 2010, les assureurs européens semblent s'appliquer à ressembler aux caricatures que l'on donne des acteurs financiers : incapables de regarder l'horizon, leurs yeux se porteraient au bout de leurs chaussures. Pourquoi ?

Je commencerai par mettre en évidence le contraste entre le modèle économique traditionnel de l'assurance, qui porte à privilégier des placements à long terme, et celui qu'impose la régulation prudentielle entrée en vigueur en 2016 avec Solvabilité II, qui impose de gérer son risque de faillite sur un horizon d'un an. Je m'interrogerai ensuite sur les mécanismes qui ont amené le législateur européen à adopter cet horizon, avant d'évoquer les conséquences de ce choix.

RAPPROCHER L'HORIZON : D'UN MODELE MULTISECULAIRE AUX REGLES DE SOLVABILITE II

L'horizon de long terme d'un modèle multiséculaire

Le modèle économique de l'assurance s'est stabilisé dans la seconde moitié du XVIII^e Siècle (Daston 1986). Il repose sur deux principes (Tosetti *et al.* 2011) : la mutualisation des risques et l'inversion du cycle économique (les clients payent avant la fourniture du service). L'assureur collecte de l'argent auprès d'un grand nombre de clients qui souhaitent se couvrir contre un risque. Parmi ces clients, certains verront ce risque se réaliser : une partie des sommes collectées permettront de les dédommager. D'autres clients, au contraire, y échapperont, et ils ne toucheront rien. L'assureur collecte des sommes (les « provisions »), qui constituent l'essentiel de son passif, sommes qu'il investit dans une série d'actifs. Pour rester solvable, l'assureur doit faire en sorte que sa situation nette, *i.e.* la différence entre la somme des engagements qu'il a pris et des actifs qu'il possède, reste positive.

Les assureurs, en théorie du moins, peuvent fournir deux types de produits : des produits d'assurance « non-vie » (assurance automobile, habitation, responsabilité civile, etc.) et des produits d'assurance vie. Ces derniers permettent de comprendre pourquoi, dans la forme traditionnelle de la gestion des risques, les calculs des assureurs les portaient, au moins en théorie, vers des arbitrages de long terme. Les produits d'assurance-vie sont avant tout des produits d'épargne. Le client qui souscrit une assurance-vie confie une partie de son épargne à l'assureur, qui la fait fructifier et qui garantit le versement d'un capital ou d'une rente, à celui qui a souscrit le contrat ou à ses ayant-droits. Quelles que soient les propriétés du contrat (vie ou prévoyance, garanti ou non, en unité de comptes ou en Euro, etc.), les produits d'assurance vie ont en commun de fonder des engagements à long terme : le souscripteur d'un contrat de prévoyance cotise l'année (n), et le versement de la rente n'interviendra que l'année (n+20) ou (n+30). L'enjeu, pour un assureur, consiste à mettre en cohérence l'horizon temporel de leurs passifs et de leurs actifs : pour face à des engagements à 20 ou 30 ans, ils investissent les sommes qu'on leur confie sur des actifs dont les perspectives de rentabilité optimisent le couple risque/rendement sur un horizon qui est, lui aussi, de très long terme.

Ces principes de gestion très généraux se sont progressivement formalisés dans des règles prudentielles qui furent lentes à se construire. C'est qu'en effet la faillite d'un assureur ne met pas seulement en péril l'organisation, elle a des conséquences potentielles beaucoup plus larges. Les assureurs jouent un rôle déterminant dans la vie de nos sociétés : parce qu'ils permettent aux individus de se prémunir contre le risque, mais aussi parce qu'ils participent de manière éminente au financement de l'économie (les assureurs sont le premier investisseur institutionnel européen), les conséquences de la faillite d'un assureur affectent non seulement l'organisation, ses actionnaires et ses salariés, mais aussi, potentiellement, la société et l'économie toutes entières. Dès lors, des règles prudentielles ont commencé d'être énoncées, dès l'entre-deux guerres puis, de manière de plus en plus impérative, dans les décennies d'après seconde guerre mondiale (ANONYMISATION). Entre la fin des années 1970 et le début des années 1990, plusieurs générations de directives (rassemblées *ex post* sous le nom de « Solvency I ») enregistrent les résultats de groupes de travail réunis dans divers cénacles depuis la fin des années 1940. D'un groupe de travail et d'une directive à l'autre, les principes de ces règles du jeu prudentielles ont assez peu varié. Ils consistaient à identifier quelques ratios établis entre de grands agrégats comptables, afin d'estimer la capacité qu'avait l'organisation de faire face à ces engagements.

Ces ratios ne cherchaient pas l'exactitude ou la précision, mais la *prudence* : ils sous-estiment les sommes dont dispose l'assureur, et surestiment les engagements auxquels il doit faire face. Les actions ou les immeubles que l'on possède sont évalués de telle manière que les plus-values latentes (l'argent que l'on gagnerait si on les revendait plus chers qu'on ne les a acquis) ne sont pas prises en compte, alors que les moins-values latentes le sont. L'estimation des

engagements pris auprès des assurés est également biaisée – mais dans l'autre sens : les règles de Solvabilité I, tout en laissant une marge d'appréciations aux assureurs, reviennent à surestimer le montant des engagements pris. Le niveau minimal de fonds propres exigible pour pouvoir continuer d'exercer est défini de manière rudimentaire : en non-vie, il est fonction d'un pourcentage du chiffre d'affaires ou des indemnités récemment versées ; en vie, il correspond à une fraction des engagements pris par l'assureur. Pour nous, le point principal tient au fait que ces règles prudentielles, délibérément simples et prudentes, vont être remises en cause avec la mise en place de Solvabilité II.

Le choix délibéré d'un horizon de court terme

On vient de le voir : tel qu'il se met en place sur le temps long de son adoption, le raisonnement financier des assureurs privilégie *a priori* un horizon de (très) long terme. Les règles prudentielles progressivement mises en place après la seconde guerre mondiale ne remettent pas en cause cet horizon temporel. C'est l'abandon de ce système de règles prudentielles et l'adoption d'un nouveau corpus (« Solvabilité II ») qui va raccourcir spectaculairement la profondeur de champ temporel dans laquelle se placent les assureurs. Pour des raisons qui débordent de très loin le cadre de cette contribution et que l'on pourra lire ailleurs (ANONYMISATION), à la fin des années 1990, l'unité assurance de la Commission européenne décide d'abandonner l'ancien corpus de règles prudentielles et d'en définir de nouvelles. Ces nouvelles règles définissent un cadre dont l'une des principales caractéristiques est d'imposer aux assureurs un horizon de raisonnement bien plus court que celui qu'ils adoptaient jusque-là.

L'objectif de la refonte des règles prudentielles est d'abandonner des règles considérées comme trop rudimentaires et trop coûteuses pour mettre en place une régulation dite « *risk-based* ». Le développement des régulations fondées sur les risques déborde, et de très loin, le seul secteur financier (Rothstein *et al.*, 2013) mais, quand elles touchent aux activités financières, elles se donnent d'abord comme objectif d'imposer aux acteurs financiers une prise en compte élargie et plus précise des risques auxquels ils sont exposés². Ces risques, font valoir les régulateurs, ne sont pas seulement financiers : certes, une banque peut faire faillite car elle a réalisé de mauvais placements, ou parce que ses déposants viennent en masse retirer leurs dépôts ; mais elle peut aussi connaître de graves difficultés car, comme n'importe quelle entreprise, elle est très mal organisée, ou parce que son système d'information interne est défectueux. Il faut donc avoir une appréhension *élargie* des risques pris en compte. Quant aux risques financiers à proprement parler, il faut aussi se donner le moyen d'en avoir une mesure *précise*. Une entreprise financière qui possède son siège social, un vaste hôtel

² Pour une discussion systématique des systèmes de management des risques au sein des entreprises financières, voir Mikes (2009).

particulier dans le quartier de la Madeleine par exemple, y trouve un actif qu'il faut valoriser : en cas de crise majeure, l'entreprise peut le vendre pour faire face à ses engagements. Mais que vaut cet actif ? Si on assimile sa valeur à ce qu'il a coûté à l'entreprise il y a plusieurs décennies, l'appréciation de la richesse de l'entreprise – et par conséquent du risque auquel elle peut s'exposer – a toutes les chances d'être imprécise, voire fantaisiste. Si l'on se fonde sur le prix auquel ont été vendus, dans un passé proche, des biens équivalents, la valeur de l'actif et le risque qu'il peut couvrir seront mieux appréciés.

Le passage à Solvabilité II constitue une sorte de déclinaison paradigmatique de ces logiques fondées sur les risques. Au contraire de ce qui prévalait avec Solvency I, l'enjeu n'est plus d'être prudent, il est d'être le plus précis possible dans l'évaluation économique des engagements pris et des ressources qui permettent d'y faire face. Pour certains postes, cette évaluation « économique » est relativement intuitive. Les actifs, par exemple, ne sont plus évalués en valeur historique, mais en valeur de marché : la valeur de l'actif correspond à la somme que l'assureur pourrait en retirer s'il décidait de le vendre. Pour estimer la valeur marchande d'une action, par exemple, on se réfère à son prix de marché. Pour d'autres postes, ceux du passif en particulier, l'estimation de leur valeur économique est moins immédiate. Comment, en particulier, estimer la valeur « marchande » des engagements pris auprès des assurés ? Il n'existe pas de marché de ces engagements. La « valeur de marché » est alors calculée à l'aide de modèles. La « valeur marchande » des engagements pris auprès des assurés sera par exemple calculée à l'aide de modèles qui reposent principalement sur l'espérance mathématique des flux futurs actualisés. Pour la partie « vie », le calcul n'est pas complètement immédiat : les revenus futurs tiennent compte de l'évolution supposée des marchés financiers, ce qui en complique singulièrement le calcul et qui démultiplie les hypothèses nécessaires pour le rendre possible.

Solvabilité II introduit un autre déplacement, qui pour notre propos joue un rôle décisif. Le nouveau régime prudentiel repose sur l'appréhension de la probabilité du risque de faillite. L'exigence de capital est définie en appliquant aux fonds propres une mesure de risque. Les fonds propres doivent être suffisamment importants pour que la probabilité qu'ils deviennent négatifs ne soit que de 0,5%, soit un risque de 1 sur 200. L'une des conséquences de cette approche est que les exigences de capital attachées aux différents investissements ne seront pas les mêmes : si l'on investit sur des produits très risqués, censés rapporter beaucoup, le niveau de capital couvrant le risque attaché à cet investissement sera plus élevé que si l'on investit sur des produits très sûrs, censés rapporter moins. L'enjeu est alors de distinguer entre les classes d'actifs selon le risque qu'ils recouvrent, en identifiant les plus risquées, celles qui le sont moins, et celles qui ne le sont pas ou peu.

Répondre à cette question impose par ailleurs de préciser l'horizon temporel de la réflexion et du calcul : parle-t-on d'un risque de ruine à horizon un an, cinq ans, dix ans ? L'un des déplacements fondamentaux introduits par Solvabilité II

est de fixer, pour l'appréhension de ce risque de ruine, un horizon d'un an. En cela, les choix effectués par le régulateur sont conformes aux enseignements de la théorie financière, qui sont sans équivoque. Elle pose en effet que les prix des actifs évoluent dans le temps de façon aléatoire autour d'une tendance, et que la dispersion de ces prix, spécifique à chaque actif, est d'autant plus grande que la volatilité est élevée. Or, pour un même actif, la dispersion des valeurs possibles est d'autant plus élevée que le temps passe (elle augmente proportionnellement à la racine carrée du temps). Autrement dit, la théorie financière avance que pour un même actif, plus on raisonne à long terme, plus la volatilité de cet actif est élevée – et inversement : si l'on raisonne à court terme, on réduit mécaniquement sa volatilité. Le choix de cet horizon temporel est par ailleurs comparable à celui effectué, un peu plus tôt, par les négociateurs de Bâle II.

Par rapport à Solvency I, Solvabilité II introduit de nouveaux principes prudentiels, en proposant de calculer les exigences de capital de telle sorte que la probabilité de ruine soit inférieure à 0,5%. Le choix capital, pour notre propos comme pour l'industrie, tient à ce que cette probabilité est calculée sur un horizon très court – alors même que l'horizon économiques des assureurs est au contraire très long. Avant de mettre en évidence les conséquences de ce choix, je vais tenter de présenter les mécanismes qui expliquent qu'un choix aussi radical et à certains égards aussi contre-intuitifs ait été adopté.

2. CLUEDO ET MISTIGRI : LES CONDITIONS DE POSSIBILITE D'UN CHOIX RADICAL

Présenter l'ensemble de la chaîne causale qui explique pourquoi cet horizon d'un an a été adopté dans la mise au point de Solvabilité II supposerait de détailler les raisons qui ont porté les régulateurs européens à abandonner le système de règles construit à partir de la fin des années 1940. Une telle entreprise déborde de très loin le cadre de cette contribution. Je me situe donc en aval de ce choix. Le point dont il faut rendre compte, dès lors, est le suivant : comment la décision de raccourcir l'horizon de calcul des assureurs a-t-elle été prise ? En posant la question du « comment », le risque est grand de soulever en réalité celle du « qui ». Cette question n'est à certains égards pas très énigmatique : cette décision a été prise très tôt dans le processus, alors que tous les choix revenaient, à la fin du compte, à l'entité assurance de la Commission européenne. Si l'on s'interroge sur l'identité du ou des décisionnaires, l'enjeu est donc plutôt de savoir qui en a été partie prenante, davantage que d'identifier celui ou ceux qui ont rendu les derniers arbitrages. De ce point de vue, l'interrogation est moins triviale, notamment parce que cette décision a fait l'objet, depuis, de critiques extrêmement vives. L'enquête risque alors de tourner au whodunit, ou au Cluedo : qui, donc, a pu porter ça ? ou qui était au courant, et qui a laissé faire ? Sans entièrement éluder la question, j'en déplacerai un peu les termes. D'abord,

pour des raisons méthodologiques. Le choix de « l'horizon des un an » a soulevé tant de critiques que celles des parties prenantes engagées dans la discussion et désignées par certains témoins comme ayant poussé, un temps, en ce sens, démentent le plus souvent avoir joué ce rôle. Si l'on se fonde sur les déclarations des uns et des autres, tous étaient contre, et n'avaient pas fait mystère de leur opposition. Le Cluedo croise ici le Mistigri, ou le Pouilleux, et l'enjeu des entretiens est de renvoyer la responsabilité à son vis-à-vis. Sur ce point précis, les traces écrites manquent également : alors que, plus tard, beaucoup de décisions donneront lieu à une abondante production de notes, d'appels à contributions et de réponses parfois très nombreuses, les conditions de la prise de décision, sur ce point précis, sont telles qu'elles n'ont pas donné lieu à une documentation accessible au chercheur. Il me semble, par ailleurs, que l'identification du coupable (« Le colonel Moutarde, avec le chandelier, dans le petit salon ») ou de ses complices n'est pas la plus pertinente dans une perspective de sciences sociales – ce sont les conditions collectives de possibilité de cette décision qui retiendront par conséquent davantage mon attention. Ces conditions de possibilité sont, elles, identifiables : elles tiennent d'abord à la mise sur agenda d'une question qui fut longtemps ignorée, celle de la prise en compte du risque d'actifs ; elles tiennent ensuite à l'exiguïté de la population engagée, à ce stade, dans la réflexion, et au flou cognitif dans lequel ces acteurs se trouvaient.

Prendre en compte le risque d'actifs

Lorsqu'en 1999, la Commission – ou plus précisément : son unité « Assurances, fonds de retraites et aspects extérieurs des services financiers » – décide de procéder à une refonte du système prudentiel, la plupart des questions auxquelles le nouveau système doit répondre restent ouvertes. Les principes qui doivent guider le nouveau dispositif, la manière dont ils doivent être déclinés, le niveau où le contrôle doit s'exercer, les nécessaires arbitrages que ne manqueront pas d'impliquer les réponses à ces questions : tous ces points doivent être décidés. A partir de 1999 s'ouvre ce que l'on peut appeler avec les néo-institutionnalistes une « conjoncture critique » qui engage ensuite le processus de négociation sur un sentier de dépendance. Rappelons ce que recouvre cette métaphore, qui repose sur une intuition simple (Pierson, 2000 ; Mahoney, 2000) : les choix que les individus peuvent faire au temps (t+1) sont contraints par ceux qu'ils ont fait au temps (t). Les options qui se présentent à eux sont alors moins nombreuses, les coûts et les bénéfices qu'ils peuvent en attendre sont modifiés. Une décision prise en (t) peut, en (t+1) ou en (t+5), se révéler inopportune, il est alors beaucoup trop coûteux de la remettre en cause – on y persiste alors, accroissant encore l'irréversibilité du choix initial. A cet égard, il est possible de considérer la longue séquence de mise au point de Solvabilité II comme une « conjoncture critique » qui ouvre un nouveau temps dans l'histoire du secteur assurantiel, en

cela que les options qui y sont ouvertes sont alors relativement nombreuses et que les choix qui y sont faits seront très fortement contraignants bien des années plus tard (à moyen terme en effet, les options prises sont au contraire très fortes et, compte tenu notamment des incidences qu'elles ont pour les organisations qui s'y préparent, malaisément réversibles). Ces deux traits – ouverture des possibles et propension à peser causalement à (longue) distance chronologique – sont constitutifs de ce que les néo-institutionnalistes appellent une conjoncture critique (Capoccia, 2016).

La réflexion ouverte en 1999 s'inscrit dans les règles que l'Europe s'est donnée à la fin des années 1990 et au début des années 2000. Le travail de production d'une nouvelle directive est d'abord encadré par les règles très générales qui définissent les étapes de la procédure législative de l'union, telle qu'elle a été définie par les Traités d'Amsterdam, de Nice et de Lisbonne (Shackleton 2000). La « procédure législative ordinaire » vise à ce que ni le Parlement, ni le Conseil ne puissent adopter de législation sans l'assentiment de l'autre. Elle prévoit que les services de la Commission construisent un projet de directives, qui est adoptée par le collège des Commissaires avant d'être transmis, simultanément, au Parlement et au Conseil. Les deux institutions s'emparent du texte et l'amendent. Pour parvenir à un texte commun, il est prévu qu'une procédure, complexe et souvent longue, permette de dégager une proposition qui satisfasse les deux parties. Dans les faits, parallèlement aux travaux menés au sein du Parlement (et tout particulièrement de ses commissions) et du Conseil, des représentants des deux instances se réunissent avec des membres de la Commission européenne dans des « trilogues informels » qui permettent de construire un texte commun (Raunio 2012).

A ces règles génériques sur la production législative européenne viennent en l'occurrence s'ajouter celles que précise le « Processus Lamfalussy » : parce qu'elles concernent un segment du secteur financier, les modalités de définition de Solvabilité II entrent *a priori* dans le cadre de la méthode définie en 2001 par le comité consultatif dirigé par Alexandre Lamfalussy (MacArtney et Moran, 2008). Sont distinguées quatre niveaux de règles hiérarchisées qui précisent les espaces où elles doivent être définies. Le premier niveau, celui de la législation proprement dite, est défini par les institutions européennes (Commission, Conseil et Parlement) conformément au principe de la co-décision. Il fixe les grands principes et identifie les axes de mise en œuvre mais il n'est pas censé entrer dans les détails. Le deuxième niveau est celui des « mesures d'exécution », qui correspondent grossièrement, en France, aux décrets d'application d'une loi. Pour définir le contenu de ces mesures, un comité spécialisé conçoit, avec les régulateurs des Etats membres, les détails techniques liés à la mise en œuvre du niveau 1. Ces mesures sont soumises au vote des Etats membres. Le troisième niveau est celui de la coopération des régulateurs : les autorités de régulation nationales se coordonnent pour décliner dans leur droit les nouveaux textes

européens. Enfin, au quatrième niveau, la Commission vérifie que les déclinaisons nationales sont bien conformes avec les nouvelles règles européennes et, le cas échéant, prend des mesures à l'égard des Etats membres qui auraient contourné le règlement européen.

Entre 1999 et 2005 s'ouvre une conjoncture critique ou se joue un double mouvement. Dans un premier temps (entre 1999 et 2002), et avant qu'il ne soit refermé par quelques choix critiques, le jeu s'ouvre en grand : l'ensemble des possibles semble explicitement ouvert, depuis l'aménagement de Solvabilité I jusqu'à une refonte complète du dispositif prudentiel. Pour avancer les bases élémentaires de ses propositions, l'entité assurance de la Commission va engager un processus d'expertise polycentrique. A la fin de 2000, elle commande au cabinet KPMG un rapport, publié en mai 2002 (KPMG 2002). Quasi-simultanément, elle demande à la conférence des superviseurs européens de mettre sur pied un groupe de travail, dont la présidence est confiée à un superviseur britannique, Paul Sharma, pour « regarder les leçons pratiques du passé et éclairer les tendances émergentes quant aux risques auxquels font face les compagnies d'assurance » (Sharma 2002, p. 7), et dont le rapport sera publié en décembre 2002. Enfin, l'unité Assurances produit elle-même une dizaine de notes, publiées entre 1999 et 2002 et dont une synthèse paraît à la fin du mois de novembre 2002 (Commission européenne 1999, 2002).

Le recours à une expertise multiple pour nourrir les travaux de la Commission n'est pas rare : tout en rendant possible une forme de composition diplomatique minimale (la plupart des notes de la Commission sont rédigées par un expert national détaché français, le président du groupe de travail des superviseurs est britannique, et c'est à l'antenne allemande de KPMG qu'est confiée la rédaction du rapport), elle permet de tester des hypothèses auprès de communautés apparentées mais qui ne se recouvrent pas entièrement. Dans les trois rapports se retrouvent beaucoup de thèmes communs – même si leurs pondérations varient sensiblement d'un document à l'autre. Et le plus souvent, sur la plupart des questions identifiées, peu de certitudes ou de propositions conclusives. Cette liste de questions met cependant sur l'agenda un enjeu qui, pour comprendre le choix ultérieur de raccourcir l'horizon du calcul, jouera un rôle déterminant : la nécessité de prendre en compte le risque attaché aux actifs.

L'un des principaux reproches (très tôt) adressé à Solvabilité I est de fixer des règles prudentielles qui tiennent beaucoup trop peu compte du « risque d'actifs ». Rappelons en effet que, dans les règles définies par Solvency I (et si l'on s'en tient uniquement, ici, au risque lié à l'assurance-vie), les fonds propres exigibles sont définies en fonction des engagements pris par l'assureur ; la nature des investissements réalisés par l'assureur pour faire fructifier les sommes qui lui sont confiées n'est pas prise en compte. Or, on comprend intuitivement que si l'on investit sur des actifs très risqués (dont le prix varie très fortement, par exemple, ou dont le risque de faillite est très élevé), le risque encouru par

l'assureur est plus important que si ces actifs sont peu risqués. Cette incapacité qu'ont les ratios retenus par les directives de 1979 et de 1992 de prendre en compte le risque d'actifs est très tôt identifié par leurs commentateurs comme l'une de leur principale faiblesse, et les rapports et notes produits entre 1999 et 2002 ne font pas exception.

Le problème, autrement dit, est repéré – mais les solutions restent assez allusives. Le rapport Sharma, par exemple, plaide pour une meilleure prise en compte du risque attaché aux investissements tout en renvoyant à des travaux ultérieurs la mise au point d'un nouveau système (Sharma, 2002, p. 71). A cette occasion est évoquée la possibilité de recourir à des modèles internes, dans des termes eux aussi assez succincts et prospectifs : « *Encouraging firms to use internal models can assist with the assessment of trigger levels and the very exercise of designing and managing the model can have useful behavioural effects on management quality and risk management systems. This is because internal models get senior management to consider, in a systematic way, the risks to which their company is exposed and the impact that these risks might have on their strategic thinking and capital allocation.* » (Sharma, 2002, p. 71). De même, le rapport KPMG recense la diversité des risques auxquels fait face une entreprise d'assurance (le risque d'assurance à proprement parler, le risque d'actifs, celui attaché aux interactions actif/passif, le risque de crédit et le risque opérationnel) avant de présenter les tentatives de modélisation de ces différents risques, et leur opportunité : peu d'entreprises s'y essaient, seules les plus importantes ont développé des modèles le plus souvent adaptés à leur profil de risques, et la complexité des risques auxquels font face les compagnies d'assurance – sans doute supérieure à celle que l'on rencontre dans le secteur bancaire – est telle que le développement d'un modèle standard promet d'être une entreprise particulièrement ardue. Quant à la note de la Commission, son appréciation sur l'opportunité de recourir aux modèles internes pour capter le risque d'actifs est elle aussi mesurée : si elle souligne que « *l'existence d'un tel modèle assure une culture du contrôle de risque dans toute l'entreprise* » (Commission européenne, 2002 p. 17) et si elle rappelle que le modèle interne propose une mesure du risque adaptée aux idiosyncrasies de l'entreprise, la note souligne aussi les difficultés qui y sont attachées. Elle rappelle ainsi que les modèles « globaux », *i.e.* qui tentent de donner une mesure synthétique de tous les risques encourus par l'entreprise, ne peuvent donner qu'une vision approximative du risque effectivement encouru par l'entreprise : « *Un modèle ne donne pas un chiffre « exact ». Il faut rappeler ici la grande fragilité intrinsèque des modèles de risques globaux : ils étudient des événements extrêmes dont la probabilité de survenance est faible (ceux qui causent la ruine). Par conséquent, les éléments qui sont précisément les plus complexes à modéliser jouent un rôle très important dans la modélisation : queues de distribution, phénomènes de dépendance entre événements extrêmes.* » (Commission européenne, 2002, p. 17).

On le voit : certaines thématiques sont explorées avec insistance, et la prise en compte du risque d'actifs en est une, incontestablement. Le ton de ces rapports est celui d'un relatif agnosticisme. Cet agnosticisme se repère également à la méthode qu'ils mettent en œuvre : ils testent des hypothèses. L'approche est

pragmatique (elle part des pratiques, de leur balbutiement et de leurs limites, davantage que des enseignements de la théorie financière) et elle débouche le plus souvent sur des conclusions balancées où les avantages répondent aux inconvénients. On est loin, en particulier dans les publications de la Commission, d'une démarche prosélyte et d'une succession de plaidoyers *pro domo* pour une régulation financiarisée. Les options que dessinent les rapports demeurent assez largement ouvertes – plutôt conservatrices et peu techniques dans le rapport Sharma, très générales et plus souvent convaincues par les innovations financières dans le rapport KPMG, plus systématiquement sceptiques dans les notes de la Commission. A ce stade, autrement dit, s'il semble entendu que, dans le nouveau régime prudentiel, le risque attaché aux investissements devra être pris en compte, la méthode reste ouverte – et en particulier l'horizon de temps dans lequel il faut se placer pour prendre la mesure du risque de ruine que ces investissements pourraient entraîner.

Un processus de décision concentré et brumeux

C'est entre 2002 et 2005 que sont adoptés un certain nombre de choix critiques qui définiront de manière parfois très rigide les termes de la régulation à venir. Je fais mienne la proposition de Capoccia et Kelemen (2007) pour qui ce sont moins les micro-événements qui jouent un rôle déterminant dans la fermeture des possibles propres à une conjoncture critique, que la capacité de décision de certains acteurs (Ertman, 2010). Ces acteurs ne sont pas, en l'occurrence, particulièrement éminents ou visibles : c'est que cette phase se joue à bien des égards dans les soutes de la Commission, et que la petite taille de la population engagée dans ces ateliers permet à certains acteurs de jouer un rôle déterminant dans la fixation de certaines options.

Durant les premières années de discussion autour de la nouvelle régulation, le nombre d'acteurs effectivement impliqués dans les échanges est en effet assez réduit. Il s'agit tout d'abord de la dizaine d'experts rassemblés au sein de l'entité assurance de la Commission. Ces experts se distribuent entre des fonctionnaires européens, au profil le plus souvent généraliste et dont l'expertise est éloignée des questions d'assurances ; et des « experts nationaux détachés », que les superviseurs nationaux placent au sein de l'entité et qui lui donnent l'essentiel de son assise technique. Cette expertise renvoie, très schématiquement, à deux segments de savoirs dont le poids est inégal d'un superviseur national à l'autre : selon une partition elle aussi trop schématique, le superviseur allemand développe une expertise avant tout juridique tandis que celle du superviseur

français est avant tout actuarielle. Ces experts de la commission sont ceux qui, durant ces premières années, jouent un rôle déterminant dans l'identification des options à discuter – c'est par exemple un seul expert national détaché (français, en l'occurrence) qui rédige la quasi-totalité des notes de la Commission publiées en 2002.

A ce premier cercle vient s'ajouter un deuxième cercle de parties prenantes, dont l'activité est moins intense, le rôle moins décisif et les liens plus relâchés. Il est constitué par des membres des principaux superviseurs nationaux – allemands, français et britanniques en particulier. Chez chacun de ces superviseurs sont identifiés quelques individus chargés de participer à des échanges informels au sein de la « Conférence des superviseurs ». A partir de la fin des années 1950 du début des années 1960, les superviseurs européens échangent en effet sur leurs pratiques et les règles qui les guident, dans le cadre d'une « conférence », sorte d'association à cette heure encore très largement informelle. Au début des années 2000, cette conférence se structure de manière plus instituée et devient le CEIOPS. Très vite, le CEIOPS devient un centre d'expertise et un point d'appui pour l'entité assurance de la commission, en particulier dans la réflexion autour de la nouvelle directive. Entre 2002 et 2005, les superviseurs délèguent dans ces groupes de travail quelques-uns de leurs agents pour qu'ils se réunissent de loin en loin (une fois par mois en moyenne) et pour qu'ils échangent de manière suivie sur les questions qui leur semblent se faire jour dans les travaux de la Commission, ou pour apporter un éclairage technique sur la base des questions qu'elle peut leur adresser.

A ces deux premiers cercles vient enfin s'ajouter une troisième population, plus éloignée encore du travail quotidien de l'unité assurance de la Commission mais dont le poids politique n'est pas négligeable. Ce troisième cercle est composé des représentants de « l'industrie », des membres des Trésors nationaux et du Parlement européen. Commençons par « l'industrie » : de quoi parle-t-on ? L'industrie, ce sont avant tout les entreprises d'assurance – mais il faut immédiatement rappeler que le secteur assurantiel européen est d'une très grande hétérogénéité, géographique (l'Europe de l'assurance est la juxtaposition d'espaces marchands bornés par des frontières nationales encore très fortement étanches les uns aux autres) et organisationnelle (d'immenses groupes transnationaux côtoient de toutes petites entreprises locales, souvent mutualistes – et entre ces deux pôles se distribuent un très grand nombre d'entreprises qui parcourent sans discontinuité la totalité du spectre). C'est peu dire, dans ces conditions, que parler des intérêts de « l'industrie » relève d'une vue de l'esprit : des acteurs aussi hétérogènes ont des intérêts très différents. La capacité de mobilisation est par ailleurs très différente et, dans la période qui nous intéresse, seuls les plus grands groupes sont engagés dans des échanges avec l'entité assurance de la Commission. Les entreprises plus modestes ne disposent pas des ressources nécessaires pour intervenir dans la discussion.

Quant aux Trésors, ils sont, à ce stade, encore très largement spectateurs, même s'ils suivent les dossiers en gestation à la Commission. C'est bien plus tard (en l'occurrence : après 2007) que le rôle des Trésors sera déterminant : une fois publiée la proposition de directive, ce sont eux qui représentent leur Etat et qui définissent la position du Conseil. Pour l'heure, ils sont en retrait : tandis que la Commission travaille à mettre au point le projet de directive, les Trésors des pays membres se réunissent de loin en loin avec des membres de l'unité assurance, qui connaissent par conséquent les orientations des discussions et leurs éventuelles conclusions. Ces réunions, qui se tiennent en moyenne à un rythme trimestriel, débouchent souvent sur des propositions qui, aux dires de l'une des participantes, ne sont « pas très concrètes » (END, Entretien du 24 mars 2015). Les réponses du CEIOPS aux demandes plus ou moins formelles de la Commission sont également présentées aux Trésors afin qu'ils puissent, le cas échéant, y réagir. Les représentants des Trésors des différents Etats membres n'hésitent pas, par ailleurs, à aller rencontrer de manière bilatérale le chef de l'unité assurance de la Commission, qui les reçoit comme il reçoit les représentants de l'industrie. Bien en amont du dépôt du projet de directive par la Commission – donc bien avant que le Conseil n'entre officiellement dans le circuit de négociation des trilogues – les Etats sont tenus informés du contenu des discussions et des projets, et ils disposent d'arènes permettant d'y réagir. Le même constat d'un lien précoce – même s'il est encore plus relâché qu'avec les Trésors – vaut pour le Parlement européen. Les liens sont ici bilatéraux, notamment entre des membres de l'unité assurance de la Commission et des membres de la commission Econ du Parlement européen, et en particulier sa présidente qui échange de loin en loin avec les experts de l'unité assurance. Les contacts pris très en amont avec les représentants des Etats et des membres du Parlement demeurent assez superficiels. Il n'en reste pas moins qu'en dépit de la très grande autonomie de l'unité assurance, des avis sont donnés, qui visent explicitement à anticiper les difficultés que les étapes ultérieures de la négociation ne manqueront pas de faire surgir.

Tels sont donc les acteurs en présence. Si les trois cercles réunissent une population potentiellement relativement large, les parties prenantes directement en prise avec les décisions sont, en réalité, très peu nombreux. C'est dans cette arène restreinte qu'est travaillée la question de l'horizon temporel du calcul prudentiel, qui est explicitement posé. Dès lors, en effet que l'on pose que l'enjeu est de contenir le risque de faillite à un sur 200, il faut préciser l'horizon temporel : s'agit-il d'un risque de faillite dans l'année qui vient, ou dans les dix ans à venir ? Comme l'explique une superviseuse qui était à cette époque END (experte nationale détachée) à Bruxelles, des positions contrastées se font jour :

« Il y a eu une discussion sur l'horizon de temps, les un an. Est-ce que on prenait un an ? Et là d'une part il y avait une pression du modèle bancaire, parce que comme il y avait eu Bâle II, et on se disait : « Ah oui,

il faut aligner, il faut que l'assurance se mette sur le même horizon que la banque ». Donc là, c'est pareil, l'ACAM [le superviseur] était contre l'horizon d'un an. Mais le Trésor français était en faveur. Et l'industrie était en faveur aussi, ils voulaient pas qu'on prenne un horizon long, en se disant que ça allait être plus coûteux. » (END, Entretien du 24 mars 2015)

La question est donc explicitement posée, et les positions en présence ne sont pas convergentes. Elles sont par ailleurs motivées par une compréhension incertaine des enjeux. Pour le dire trivialement : lorsque la discussion est engagée, aucun des acteurs ne prend réellement la mesure de ses conséquences (ni de leur ampleur, ni de leur nature). De toutes les positions qui s'affrontent en amont de la décision sur le choix de « l'horizon des un an », celle de « l'industrie » est la plus difficile à reconstituer – parce qu'elle n'a pas laissé de traces écrites auxquelles j'ai pu accéder, parce que les témoignages divergent (notamment dans le temps : après qu'ils auront pris la mesure de ses conséquences, tous les assureurs jurent leurs grands dieux qu'ils ont toujours été opposés à ce choix), et sans doute aussi parce qu'elle n'existe pas. « L'industrie », je l'ai dit, est très hétérogène, et s'il ne fait guère de doute que les plus grands groupes sont intervenus dans la discussion, la voix des autres assureurs, à cette époque, ne portait pas vraiment, quand bien même ils tentaient de se faire entendre. Les plus grands groupes étaient, quant à eux, présents dès l'origine dans les consultations, et on peut faire l'hypothèse qu'une décision aussi importante n'aurait pu être prise sans un accord au moins tacite de leur part – même si, après 2008, ils n'économiseront pas leurs critiques contre les options fondatrices retenues entre 2002 et 2005. Plusieurs éléments peuvent expliquer leur position. D'abord, le fait que les impacts les plus forts de ce choix, ainsi qu'on le verra plus loin, porteront sur le capital nécessaire à immobiliser pour faire face aux investissements en action – et que dans le portefeuille d'actifs des grands groupes européens, les actions occupent une place marginale : entre 2000 et 2009, l'allocation en actions d'Allianz passe de 35% à 7%, et celle d'Axa de 22% à 4%³. Ensuite, le fait qu'au sein de ces grands groupes le modèle bancaire pèse d'un poids particulièrement fort – certains des plus gros assureurs français, comme Cardif, est par exemple la filiale d'un groupe bancaire (la BNP) – et que, comme on l'a vu, l'horizon temporel adopté par Bâle II est lui aussi d'un an. Il ne faut enfin pas négliger le fait que, pour ces grands groupes, Solvabilité II est vu comme un outil qui doit permettre d'accélérer le mouvement de concentration amorcé en son amont. Ils anticipent que le nouveau dispositif mettra en difficulté les plus petites entités, à la gestion traditionnelle : plus les contraintes de la nouvelle régulation remettent en cause les formes traditionnelles de gestion, plus vite les petits assureurs abandonneront la partie.

³ Source : Natixitis Securities, cité in Van Hulle (2019, n. 299 p. 293).

La position des superviseurs est quant à elle appuyée sur une compréhension pragmatique du *business model* des assureurs, davantage que par une prise de conscience, analytique et quantifiée, des implications d'un choix qui reste à ce stade encore nébuleux – et ce d'autant plus que les modèles dans lesquels interviendra cet horizon ne sont même pas esquissés. Leur raisonnement peut se résumer simplement, et il correspond à la représentation schématique que je rappelai plus haut : le métier d'un assureur repose sur des engagements de (très) long terme, le risque de faillite doit s'apprécier sur un horizon qui est, lui aussi, de long terme.

D'autres acteurs ont une maîtrise plus relâchée encore des enjeux attachés au choix de l'horizon temporel, car elle se fonde sur une fréquentation moins assidue, et de moins longue date, des pratiques de l'industrie. C'est le cas des membres du Trésor français, dont les membres, souvent très jeunes (entre 25 et 30 ans), restent en poste sur une durée de trois ou quatre ans environ et n'ont qu'une maîtrise très partielle des enjeux spécifiques liés au secteur de l'assurance. C'est aussi le cas de celui qui, à cette époque, prend la tête de l'entité assurance de la Commission. Le fonctionnaire britannique qui occupait ce poste - et qui avait lancé les consultations en 1999 – rencontre des ennuis de santé et il est remplacé, en 2004, par Karel Van Hulle qui, jusque-là, dirigeait l'unité « Rapports financiers » de la Commission – et qui avait été la cheville ouvrière de l'adoption des nouvelles normes comptables, et en particulier de la bascule, pour les plus grandes entreprises, de normes comptables « en valeur historique » à des normes « en juste valeur ». Spécialiste et passionné de comptabilité, souvent décrit dans les termes indigènes comme « très proche de l'industrie », Van Hulle semble ne pas très bien vivre son transfert sur les questions assurantielles – même si elles sont aussi, pour lui, un espace où les discussions liées aux enjeux comptables trouvent à se prolonger – qui, aux dires de ceux qui l'on vu arriver au sein de l'entité assurance, l'intéressent au départ assez peu.

Quoiqu'il en soit, à ce stade de la discussion, l'exiguïté de la population et la mécompréhension des enjeux par une partie au moins des acteurs sont tels que les décisions peuvent se prendre de manière très centralisée, et comme subitement. S'il est délicat d'identifier précisément le lieu et l'heure de la prise de décision, le nouveau directeur de l'entité assurance semble y avoir pris un rôle décisif. C'est au sein de cette entité que les choix critiques ont lieu – qu'il s'agisse de l'adoption de la comptabilité en juste valeur, du choix de recourir à des modèles pour définir le niveau de capital minimal, ou encore de l'horizon temporel. Les membres de l'entité expliquent qu'après avoir consulté durant plusieurs mois, le directeur de l'entité leur annonce sans préavis particulier que l'horizon est fixé à un an. Beaucoup plus tard, et après que de très nombreuses et virulentes critiques auront été adressées à ce choix, Karel Van Hulle continue de l'assumer – sans toutefois en revendiquer la paternité ni en expliquer la genèse. Dans le volumineux ouvrage qu'il consacre à Solvabilité II, et plus

particulièrement quand il évoque la question la prise en compte des engagements de long terme dans la nouvelle régulation, il explique ainsi :

“Any risk-based and economic supervisory system includes a certain degree of volatility. It is clear that when either the financial position of a (re)insurer or its risk exposure changes, then its capital or its capital requirements should change. The features of Solvabilité II enable the (re)insurer and the supervisory authority to properly assess the solvency situation of the undertaking, so that both can take the appropriate measures to protect policyholders and beneficiaries and ensure financial stability” (Van Hulle, 2019, p. 210).

Certaines entreprises semblent avoir souhaité que l’horizon retenu soit un horizon d’un an, cette position a en été endossée par les Trésors des Etats membres, la volonté de construire une régulation cohérente avec celle qui était en train d’être mise en place pour la banque a évidemment joué son rôle – et au sein de l’unité assurance de la Commission, la décision est prise de manière relativement centralisée. Davantage que la question de savoir *qui* a pris la décision, le point important, à mon sens, est celle de ses conditions collectives de possibilité. A cet égard, deux éléments ont joué un rôle déterminant : le petit nombre d’acteurs participant aux discussions, qui autorise une décision relativement centralisée ; et le flou cognitif dans lequel ils se trouvent : les conséquences du choix sont, à ce stade, très mal appréhendées, même par des experts aguerris, côté superviseur ou assureur. Or, comme pour d’autres choix – comme la décision d’utiliser une comptabilité en *full fair value* ou celui de recourir à des modèles – ce choix a une valeur tectonique : tous les calculs, tous les choix de paramètre vont désormais être construits par rapport à ce choix d’horizon temporel. Ceux-là mêmes qui, dans un premier temps, l’avaient soutenu vont alors entrer dans une phase d’apprentissage durant laquelle ils vont prendre la mesure des conséquences de leur choix.

3. APPRENDRE ET CORRIGER ?

Apprendre

Je viens de rappeler la relative méconnaissance des implications du choix d’un horizon d’un an. Ce brouillard se lève à partir de 2006, avec l’organisation des premières études d’impact, les « Quantitative impact studies » (QIS). Dans le processus de définition d’une nouvelle régulation, des tests sont réalisés afin d’en préciser les termes. En l’occurrence, les QIS consistent à proposer aux

entreprises de tester certains aspects de la nouvelle régulation sur la base de paramètres définis conjointement par la Commission et les superviseurs (jusqu'en 2011, le CEIOPS, qui ultérieurement devient l'EIOPA). Un total de cinq QIS sont mis en œuvre dans le cadre de la préparation de Solvabilité II, auxquels répondent un nombre croissant d'assureurs.

C'est à l'occasion de ces tests grandeur nature que les entreprises prennent la mesure des implications des décisions prises parfois plusieurs années auparavant. Les deux premiers QIS vont par exemple déclencher une fronde des mutuelles, qui se rendent compte à leur occasion que les spécificités de leur mode de financement sont très mal prises en compte par les dispositifs imaginés par la Commission. En l'occurrence, ceux-là mêmes qui, dans un premier temps, avaient soutenu le choix de l'horizon d'un an (ou qui, à tout le moins, ne s'y étaient pas opposés) entrent avec les QIS dans une phase d'apprentissage durant laquelle ils vont prendre la mesure des conséquences de leur choix. C'est plus précisément à l'occasion des précisions apportées par le CEIOPS dans le cadre des QIS 1 et 2, au début de l'année 2006, que les paramètres retenus, et leurs implications potentielles, attirent l'attention des entreprises d'assurance et du Trésor : un responsable de la gestion actif-passif dans la filiale d'assurances du Crédit Agricole explique ainsi que « compte tenu du traitement des actions dans le calcul des exigences en capital dans Solvabilité II, les besoins en fonds propres des assureurs devraient fortement augmenter et être très sensibles aux paramètres retenus dans les calculs. Si le caractère long terme des investissements actions n'est pas mieux reconnu, cela conduira les assureurs à réduire la part des investissements actions dans leur portefeuille »⁴.

La question, autrement dit, n'est plus celle du coût global du capital, mais celle des coûts relatifs attachés aux différentes formes d'actifs. En France, c'est plus précisément le coût en capital attaché aux investissements en action qui est perçu comme très excessif. Les assureurs français et le Trésor qui en relaient les arguments font valoir que la volatilité des actions est plus faible à moyen et long terme qu'à court terme. Sans doute, à court terme, les actions sont-elles très volatiles – davantage en tout cas que beaucoup de classes d'actif sur le même horizon temporel : il est donc logique de les charger davantage en capital. Mais il est absurde, avancent-ils, de raisonner à court terme sur les actions, puisqu'elles ont vocation à être conservées longtemps – et sur un horizon de temps plus étendu, le risque qui leur est attaché est moins élevé, le chargement en capital nécessaire pour y faire face doit donc être plus faible. En dépit de ces protestations, explique cette experte de la Commission, le choix de l'horizon d'un an a désormais un caractère irréversible :

« Trois ans après, le Trésor était furieux, ils disaient : « Mais 40% pour les actions, comme chargement en capital, mais c'est, mais vous êtes tombés sur la tête, qu'est-ce que vous avez fait ? ». Je leur ai dit : « Mais

⁴ Cité in « La solvabilité des assureurs en chantier », *Les échos*, 2 mai 2006.

il fallait pas accepter les un an ! » (*Rires*). La VaR à un an, c'est ça qui nous a coulé. Enfin qui fait que c'est 40% aujourd'hui. Le Trésor, qui n'est jamais à une contradiction près, est resté avec l'idée qu'il fallait l'horizon d'un an, mais que 40% sur les actions c'était quand même scandaleux. Je pense que ça c'est quand même un défaut fondamental de solvabilité 2. Pour moi il y a quelques péchés originels dans Solvabilité 2, et l'horizon d'un an en est un. » (END, Entretien du 24 mars 2015).

Les protestations contre le chargement en capital des investissements en action seront martelées auprès de l'ensemble des parties engagés dans la production de la norme, Commission, Trésors, Parlement. Elles seront portées par une grande partie des assureurs français – mutualistes ou capitalistes – alors que, jusqu'à la fin des années 2000, les assureurs d'autres pays, britanniques ou allemands notamment, sont beaucoup plus discrets sur le sujet. C'est qu'en effet au début des années 2000 de nombreuses compagnies d'assurance avaient vu leur ratio de solvabilité sensiblement dégradé, en raison de la faiblesse persistante des marchés d'actions – aussi avaient-elles déjà considérablement réduit leur exposition – entre 2001 et 2006, la part des actions dans le portefeuille des assureurs allemands était ainsi passé de 40% à 15%. Pour des raisons tenant à la structure de leurs actifs et à l'importance de leur marge, les entreprises françaises avaient pu éviter de vendre leur portefeuille d'actions lorsque le marché était au plus bas. Elles disposaient donc, cinq ans plus tard, d'un stock d'actions plus importantes que leurs homologues européennes, et elles étaient dès lors plus sensibles au chargement en capital attaché aux investissements en action.

Isolées sur ce sujet, les entreprises françaises utilisent tous les canaux pour tenter de desserrer les contraintes attachées aux investissements en action. Elles trouvent en particulier auprès du Trésor un relais particulièrement motivé. L'une des missions du Trésor est en effet, selon la formule consacrée, de veiller « au bon financement de l'économie », autrement dit de s'assurer que les entreprises françaises puissent disposer du financement – en capital, notamment – dont elles ont besoin. Or, les assureurs, en France, comptent parmi les principaux investisseurs institutionnels. Dès lors qu'ils reçoivent de fortes incitations à recomposer leur portefeuille d'actifs et à se détourner des actions pour privilégier des actifs moins volatils à court terme, c'est le « bon financement de l'économie » tout entier qui est menacé. Les fédérations professionnelles, les entreprises, le Trésor conjuguent donc leurs efforts pour obtenir des réajustements quant au coût du capital attaché aux investissements en action. A l'occasion du deuxième QIS, à l'hiver 2007 – quelques mois, par conséquent, avant que le projet de directive ne soit adopté par la Commission – la Commission demande au CEIOPS d'améliorer « la définition et le calibrage du risque de marché », et effectivement, lors du lancement de la deuxième étude d'impact, en Mai 2007, le chargement en capital pour les actions est passé de 40% à 32%.

La polémique, cependant, n'est pas close, et les entreprises françaises et le Trésor français ne cesseront, aux différentes étapes de la négociation, d'essayer de

desserrer les contraintes qui pèsent sur les investissements en action : c'est sur cette question que porteront certains des principaux efforts du Trésor français lors de la finalisation de la négociation sur la directive Solvabilité II, à l'automne 2008 (en pleine tempête financière). C'est surtout l'un des points qui sera au cœur de la négociation d'une deuxième directive, Omnibus II, mise en place pour corriger certaines faiblesses manifestes de celle adoptée à l'été 2009. A ce stade il est vrai, la crise financière a déstabilisé en profondeur l'équilibre financier de l'ensemble des acteurs.

Corriger ?

Dans l'architecture législative européenne, les directives dessinent des grands principes que des « mesures techniques » doivent rendre opérationnelles. C'est à l'occasion de la définition de ces mesures techniques que s'engage une lutte très vive entre, d'une part, les différents segments (géographiques, organisationnels et marchands) de « l'industrie » et les Trésors des différents pays, d'une part, et le superviseur européen d'autre part – la Commission tentant de jouer le rôle de médiateur dans ce conflit, mais prenant souvent partie, *de facto*, pour « l'industrie ». Cette lutte porte sur le sens des corrections qui doivent être apportées à la directive après la crise de 2008. Pour le superviseur, ces corrections doivent aller dans le sens d'une plus grande rigueur : puisque les options fondamentales de Solvabilité II ont fait la preuve, avec la crise, de leur potentiel explosif, il faut définir des règles d'application qui assurent qu'elles ne permettent pas, selon l'expression d'un négociateur de Solvabilité II, « de travailler sans fonds propres ». Pour les différents segments de l'industrie, au contraire, dans un contexte de très grande tension financière (que prolongera, après la crise, un environnement de taux bas qui les place durablement en difficulté), il faut au contraire les desserrer afin d'amortir les conséquences de choix inauguraux inadaptés – au premier rang desquels, estiment-ils, celui de l'horizon d'un an.

La finalisation de la négociation de la directive « Solvabilité II » se déroule dans un contexte particulièrement chaotique, en pleine crise financière. Après qu'elle est adoptée, au printemps 2009, ses principaux acteurs sont persuadés que l'essentiel est désormais joué. Si l'on suit le processus Lamfalussy, tout le reste est littérature, ou plutôt mesures techniques : il appartient à la Commission et au collège des superviseurs, le CEIOPS, de définir les mesures d'applications – mais l'essentiel semble désormais acté. Et pourtant : l'histoire est en fait loin d'être achevée, et pour l'essentiel les difficultés, les hésitations, les pressions pour un abandon de la directive sont encore à venir. Dans un premier temps, après les quelques mois chaotiques correspondant à la fin de la négociation de la directive, le processus semble reprendre un cours linéaire : l'accueil réservé au texte, sans être chaleureux, est globalement positif, les entreprises se mettent en ordre de marche pour préparer son entrée en vigueur, initialement prévue en 2012 ; le

CEIOPS et la Commission, de leur côté, travaillent à préciser les mesures de « niveau 2 », et en particulier les calibrages permettant de passer du stade des principes qu'énonce Solvabilité II à leur application concrète.

Dès la publication des premiers calibrages, le processus s'enraye : les calibrages retenus par le superviseur sont tels que les entreprises d'assurance protestent et se coalisent – de manière beaucoup plus homogènes que ce ne fut le cas jusque-là – contre le renchérissement du coût en capital qu'implique cette directive que beaucoup d'entre eux ont pourtant appelé de leurs vœux. Il est vrai que les calibrages proposés par le superviseur européen (dont la puissance s'affirme à l'occasion de la crise) et la Commission européenne sont revus à la hausse, dans un sens beaucoup plus conservateur. Juste avant la crise, le chargement en capital des investissements en action était passé de 42 à 32% pour les sociétés cotées. Fin 2009, après des échanges extrêmement vifs avec l'ensemble de « l'industrie », le CEIOPS publie les paramètres qui doivent être testés lors de la cinquième étude d'impact – et le coût en capital de l'investissement en actions de sociétés cotées s'établit à 45% (60% pour les sociétés non cotées).

Plus généralement – et c'est ce qui explique que les entreprises et le Trésor français ne soient plus seuls à protester – la publication des hypothèses sur les « mesures techniques » raidit considérablement les conditions d'application des nouvelles règles du jeu : les paramétrages des formules sont durcis, de nouveaux risques apparaissent (le risque opérationnel sur les déposataires, *e.g.*), la prime à la diversification géographique est supprimée en non-vie et la proportion minimum de fonds propres « durs » dans les éléments exigibles est passé de 30% à 50%. Face à ce qui est vécu comme un raidissement, la mobilisation de la profession est désormais massive : mi-septembre, le CEIOPS indique avoir reçu plus de 20.000 commentaires sur les vingt-six *consultation papers* qu'il avait envoyés aux industriels avant l'été. Aux remarques qu'adressent les principales fédérations nationales s'ajoutent des protestations correspondant aux spécificités de tel ou tel segment du marché, parfois très techniques : les mutuelles spécialisées dans l'assurance santé font valoir que le risque santé, parce qu'il est confondu avec ceux attachés à la prévoyance, est très fortement pénalisé, tandis que les investisseurs immobiliers se plaignent du fait que les modalités de détention d'actifs immobiliers, selon qu'elles sont directes ou indirectes, ont des conséquences spectaculaires sur le chargement en capital qui leur est attaché...

Comment comprendre ce raidissement subit du superviseur européen ? Il est le résultat d'un double mouvement : préserver les options fondamentales de Solvabilité II tout en essayant de tirer des enseignements de la crise financière de 2008. Les options qui fondent Solvabilité II sont directement issus de la théorie financière – certes remodelés par le jeu des rapports de force présents dans les négociations, mais néanmoins très structurants : le recours à la comptabilité en juste valeur (y compris pour la valorisation des passifs), l'appui sur des modèles (et notamment des modèles internes) pour calculer le niveau de solvabilité de l'entreprise, le choix d'un horizon d'un an pour la prise en compte

du risque de faillite. C'est à partir de ces choix que, durant des années, l'ensemble des acteurs ont travaillé pour définir la nouvelle régulation : c'est vrai des Trésors et des parlementaires qui la négocient dans ses grandes lignes, mais ça l'est aussi des superviseurs nationaux ou européen qui anticipent ses déclinaisons concrètes et techniques, ou encore des directions des risques des grandes entreprises qui se préparent, pour certaines (les plus importantes) très tôt à l'arrivée des nouveaux standards (Bizieux et François 2017). Désormais, l'heure n'est plus à s'interroger plus sur ces options : elles sont entérinées et mises, pour parler comme Wittgenstein, « hors circulation ». Ces propositions ne sont plus hypothèses, elles sont devenues des institutions : elles cadrent l'expérience et, quelles qu'en soient les conséquences, elles ne sont pas remises en cause.

Or, ces options – et les hypothèses qui les sous-tendent – sont au cœur des mécanismes qui ont provoqué l'avènement de la crise de 2008. Il serait certes très excessif de voir dans l'effondrement du marché immobilier états-unien, et dans la crise financière qu'il provoque, la conséquence inéluctable de la seule application de la théorie financière (Fligstein et Goldstein 2010 ; Tooze 2018). Il n'en reste pas moins qu'en des points cruciaux de cette crise, les propositions de cette théorie jouent un rôle crucial, à la fois en tant qu'elles s'imposent comme des solutions techniques à des problèmes concrets (comment calculer le prix d'un produit dérivé ?) et comme un dispositif de légitimation « scientifique » de ces solutions. Le paradoxe de Solvabilité II tient au fait que la directive est finalisée et adoptée alors que les options qui la fondent sont au cœur d'une crise cataclysmique qui simultanément explose. Mais dès lors que, selon l'expression qu'utilisent les négociateurs, « on n'arrête pas le train d'une directive une fois qu'il est lancé », comment tenir compte des enseignements de la crise financière qui se déroulent sous les yeux des négociateurs ? En étant beaucoup plus rigoureux qu'imaginé avant la crise sur la définition des calibrages : le cadre ne change pas, il est simplement beaucoup plus resserré.

Ce raidissement, je l'ai dit, provoque des réactions très vives, qui ne cessent jamais vraiment entre l'hiver 2009, où les premiers calibrages sont publiés, et 2013, où l'adoption d'une nouvelle directive, Omnibus II, clôt (provisoirement) les débats. Ces réactions sont d'abord caractérisées par l'ampleur et la diversité des acteurs concernés : toutes les associations professionnelles (en particulier britanniques, allemandes et françaises), tous les types d'entreprises (capitalistes ou mutualistes) réagissent ; les associations patronales (en France, le Medef) et les banquiers centraux sont également mobilisés par les assureurs. D'un pays à l'autre, d'une structure à l'autre, les revendications peuvent varier : le calibrage du risque action reste le point central des mobilisations françaises, tandis qu'outre-Manche c'est le calibrage du risque obligataire qui mobilise l'essentiel de l'attention. Mais la mobilisation est sans précédent. Face à elle, le superviseur et la Commission jouent un jeu subtil, et évolutif. Après avoir opposé un front uni aux contestataires, la Commission s'installe dans une position d'entremetteur et tente de trouver une position de compromis. Dans les faits, elle désavoue le CEIOPS et publie, pour le QIS 5, des paramètres souvent comparables à ceux

qui avaient été adoptés en 2007 – ce qui provoque alors une réaction très vive du secrétaire général du superviseur, qui explique dans une lettre ouverte à la Commission qu'en adoptant de tels calibrages, la Commission ne définit plus le capital en fonction des risques, mais arrête le calibrage des risques en fonction du capital disponible : il explique ainsi que « *rather than linking capital requirements to risks, the latest proposals seem to be defining risk charges on the basis of existing capital available, which after a severe crisis that has affected the whole economy and society is clearly not at the levels it was prior to this crisis* »⁵. Plus généralement, la gestion des tensions autour des « mesures techniques » s'effectue dans un contexte d'émancipation du superviseur, à qui le rapport de Larosière, rédigé par l'ancien gouverneur de la Banque de France pour tirer les conséquences, à l'échelle européenne, confère une dimension institutionnelle beaucoup plus forte et à qui il attribue des pouvoirs beaucoup plus importants.

Le choix de calibrages rigoureux, après la crise de 2008, est la conséquence directe de la volonté de conserver le cadre général de Solvabilité II *et* de tirer les conséquences de la crise financière. A cette volonté de corriger Solvabilité II dans un sens plus rigoureux – qui est celle du superviseur – s'opposent celles des assureurs et de leurs relais, qui veulent au contraire que les calibrages permettent de contredire les conséquences de choix initiaux qu'ils considèrent inopportuns, voire absurdes – comme celui d'apprécier le risque de faillite sur un horizon d'un an.

Le conflit entre ces deux aspirations est tel qu'il impose de négocier une nouvelle directive, Omnibus II, dont les dispositions contrebalancent celles de Solvabilité II. C'est en particulier l'objet de ce que les négociateurs et les assureurs appellent le « paquet branches longues ». Cet ensemble de dispositions, relativement disparates et techniques (Van Hulle, 2019 ; (Dreyfuss 2015) visent à lisser la transition de Solvency I à Solvabilité II (ce temps de transition est étendu à seize ans sur certains aspects de la législation) ou à tenir compte de certaines idiosyncrasies nationales, ont en commun de tenter de lisser les variations de (très) court terme et de les remplacer dans un horizon de temps plus long. Selon les termes de Karel Van Hulle :

« Particularly after QIS5, it was noted that insurance products with long-term guarantees were also affected by “artificial” volatility. Although some people considered any volatility to be artificial (a classic debate in a fair-value context), there was clearly an issue that needed to be addressed in order to make the new solvency regime workable. Artificial volatility can be defined as a volatility of technical provisions, capital or capital requirements that does not reflect changes in the financial position or risk exposure of the (re)insurer, but which is caused by regulatory requirements that do not capture the long-term nature of the business. The objective of the LTG [Long Term Guarantees] measures

⁵ Cité in « Insurers still uneasy over Solvabilité II », *Financial Times*, 8 Juillet 2010.

introduced by Omnibus II was to remove these imperfections” (Van Hulle, 2019, p. 210).

Le paquet branche longue et, plus généralement, l’ensemble des dispositifs qui visent à allonger l’horizon court-termiste de la nouvelle régulation, sont au principe d’une caractéristique souvent reprochée à Solvabilité II : sa complexité. Concentrons-nous, pour nous en convaincre, sur la prise en compte du risque action dans le modèle standard⁶, puisque nous l’avons évoqué plusieurs fois dans ce texte – mais une démonstration équivalente pourrait se faire à partir du risque obligations, qu’une mesure du paquet branche longue (le « matching adjustment ») doit permettre de gérer. La prise en compte du risque action s’effectue dans un module qui mesure le risque de marché, lui-même subdivisé en six sous-modules, appréhendant le risque de taux, le risque action, le risque de propriété, le risque de *spread*, le risque de change et le risque de concentration. Sur le risque action, le dispositif retenu distingue d’abord deux grandes catégories d’action⁷, le type 1 (les actions de sociétés cotées dans des marchés de pays occidentaux, pour faire court), et le type 2 (toutes les autres). Le chargement en capital diffère en fonction de ces deux types : il est de 39% pour le premier, et de 49% pour le second. Ces niveaux de chargement en capital varient ensuite en fonction de l’état du marché : afin d’éviter que les assureurs n’adoptent des comportements pro-cycliques, ce taux est réhaussé de 10 points si le marché est haussier, et diminué de 10 points si le marché est baissier. Le dispositif prévoit enfin que certains investissements puissent échapper à ce niveau de chargement en capital – c’est l’objet du « *duration-based equity risk sub-module* ». Ce module ne s’applique que pour les assureurs vie engagés sur le marché de l’assurance retraite dont les engagements vont au-delà de douze ans. Dans ce cas, le taux de chargement en capital est ramené à 22%.

L’allongement de l’horizon de calcul des assureurs s’est imposé comme un impératif, dès lors qu’ils ont réalisé à quel point les choix critiques effectués entre 2002 et 2004 l’ont raccourci. Les mesures correctrices adoptées dès la directive de 2009 et complétées dans le paquet branche longue d’Omnibus II n’ont pas achevé de corriger le dispositif. Après l’entrée en vigueur de Solvabilité II, de nouvelles précisions ont été apportées, qui visent elles aussi à sortir de l’horizon de court-terme qu’impose l’horizon d’un an (cf. Van Hulle, 2019, p. 154 et 297) – et dans le processus de négociations en cours en 2022 sur les aménagements de Solvabilité II, cette question occupe encore une place centrale.

⁶ Rappelons que les exigences de capital qu’impose Solvabilité II suppose de recourir à des modèles permettant, par exemple, de proposer une valorisation « juste » des provisions techniques. Ces modèles peuvent être produits par les assureurs, ils doivent dans ce cas être validés par le superviseur. Si les assureurs ne souhaitent pas développer leurs propres modèles, ils doivent s’appuyer sur le modèle proposé par le régulateur, que l’on appelle « modèle standard ».

⁷ Des révisions de 2016 et 2017 ajoutent deux autres catégories beaucoup plus spécifiques, que je n’évoque pas ici, mais qui ajoutent encore à la complexité de ce qui suit.

Conclusion

Par le biais des régulations qu'il impose, l'Etat est l'un des vecteurs – peut-être inattendu – du mouvement de financiarisation, qui a transformé en profondeur le capitalisme au cours des cinquante dernières années (Baud et Chiapello 2015 ; François 2021). Plus encore : parce que ces règles du jeu s'imposent à tous les acteurs d'un secteur, les régulations sont un des dispositifs qui assure la pénétration des logiques financières à des acteurs qui, jusque-là, pouvaient les ignorer. Dans le cas du secteur assurantiel, les plus grandes compagnies n'avaient pas attendu Solvabilité II pour se conformer à ce que Fligstein appellerait la « conception de contrôle » financière ; mais les très nombreuses petites compagnies d'assurance, mutualistes ou capitalistes, avaient pu les ignorer – jusqu'à l'adoption des nouvelles règles prudentielles qui l'imposent à toutes les compagnies, quels que soient leur taille ou leur marché.

Parmi les symptômes de cette financiarisation, le raccourcissement de l'horizon de calcul est un trait presque caricatural. Souvent dénoncé par des commentateurs critiques des mondes financiers, la « dictature du court-terme » qu'imposerait « la finance » est une vision caricaturale de leur rapport au temps, comme l'ont montré de très nombreux travaux. De ce point de vue, l'horizon temporel adopté par Solvabilité II correspond à une sorte de retour à la caricature, ou au sens commun : en imposant de calculer les exigences de capital de telle sorte que le risque de ruine, à horizon d'un an, soit inférieur à 0,5%, le régulateur impose aux assureurs un horizon de temps très éloigné de ce que leur impose, *a priori* et en théorie, leur modèle économique.

Cet horizon temporel a une valeur tectonique. Décidé très tôt dans le processus d'élaboration de la directive, il devient un socle à partir duquel les autres dispositions peuvent être précisées. A partir de ce choix critique s'enclenche un processus d'engagement, très classique, tel que lorsque quelques années plus tard les parties – qui pouvaient initialement soutenir ce choix – prennent la mesure de ses implications, il est trop tard pour le remettre en cause. Dans les années qui suivent cette prise de décision s'engage un double mouvement : un mouvement d'apprentissage, qui amène les acteurs à progressivement comprendre l'incidence de choix réalisés dans une situation de relatif flou cognitif ; et un mouvement de correction, qui engendre des conflits parfois très vifs (d'abord et avant tout sur le sens des corrections à apporter) et une complexité dans la multiplication de dispositifs visant à atténuer la portée de ce choix initial d'un horizon de court-terme.

- Baud, Céline et Ève Chiapello. 2015. « Comment les firmes se financiarisent : le rôle de la réglementation et des instruments de gestion. Le cas du crédit bancaire », *Revue française de sociologie*, vol. 56, n° 3 : 439-468.
- Beckert, Jens. 2016. *Imagined Futures: Fictional Expectations and Capitalist Dynamics*, Cambridge, Harvard University Press.
- Bizieux, Alban et Pierre François. 2017. « L'invention de la fonction risque : pouvoir, contre-pouvoir ? », *Working paper Chaire Pari*, vol. 10: 1-35.
- Capoccia, Giovanni. 2016. « Critical Junctures », *The Oxford Handbook of Historical Institutionalism*, Oxford, Oxford university press.
- Daston, L.J. 1986. « The domestication of risk. Mathematical probability and insurance, 1650-1830 », in Lorenz Krüger, L.J Daston et M Heidelberger (éds.) *The probabilistic revolution, Vol. 1: Ideas in history*, Cambridge, MIT Press: 237-261.
- Davis, Gerald F. 2009. *Managed by the markets. How finance re-shaped America*, Oxford, Oxford university press.
- Davis, Gerald F, Kristina A Diekmann et Catherine H Tinsley. 1994. « The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: the deinstitutionalization of an organizational form », *American sociological review*, vol. 59, n° 4 : 547-570.
- Davis, Gerald F. et Suntae Kim. 2015. « Financialization of the Economy », *Annual Review of Sociology*, vol. 41, n° 1 : 203-221.
- Dreyfuss, Marie-Laure. 2015. *Les grands principes de Solvabilité II*, Antony, L'argus éditions.
- Commission européenne. 2002. « Note à l'attention du sous-comité solvabilité. Objet : considérations sur la forme d'un futur système de contrôle prudentiel », *MARKT/2535/02-FR*.
- Commission européenne, 1999. « Révision de la position financière globale d'une entreprise d'assurance (exercice Solvabilité II) », *MARKT/2095/99-FR*.
- Fiss, Peer C et Edward J Zajac. 2004. « The diffusion of ideas over contested terrain: the (non)adoption of a shareholder value among German firms », *Administrative science quarterly*, vol. 49, n° 4 : 501-534.
- Fligstein, Neil et Adam Goldstein. 2010. « The anatomy of the mortgage securitization crisis », in Michael Lounsbury et Paul M Hirsch (éds.) *Markets on trial. The economic sociology of the US financial crisis*, Londres, Emerald group publishing.
- François, Pierre. 2021. *Financiariser l'assurance. Enquête sur Solvabilité II*, Presses de Sciences Po., Paris, Presses de Sciences Po.
- François, Pierre et Claire Lemercier. 2016. « Une financiarisation à la française (1979-2009). Mutations des grandes entreprises et conversion des élites », *Revue française de sociologie*, vol. 57, n° 2 : 269-320.
- François, Pierre et Théo Voltaire. 2020. « L'hétérogénéité du tissu socio-productif français : l'inégale emprise de la financiarisation », *Document de travail CSO*: 64.
- Jung, Jiwook et Frank Dobbin. 2012. « Finance And Institutional Investors », in Karin Knorr Cetina et Alex Preda (éds.) *The Oxford Handbook of the Sociology of Finance*, Oxford, Oxford University Press.

- Knorr-Cetina, Karin. 2015. « What is a Financial Market? Global Markets as Media-Institutional Forms », in Patrick Aspers et Nigel Dodd (éds.) *Re-Imagining economic sociology*, Oxford, Oxford University Press: 103-124.
- KPMG. 2002. *Study into the methodologies to assess the overall insurance position on an insurance undertaking from the perspective of prudential supervision*.
- Landier, Augustin et Davide Thesmar. 2008. *Le grand méchant marché. Décryptage d'un fantasme français*, Paris, Flammarion.
- MacArtney, H et M Moran. 2008. « Banking and Financial Market Regulation and Supervision », in *The Euro at 10*, Oxford, Oxford university press: 325-340.
- MacKenzie, Donald. 2018. « Material Signals: A Historical Sociology of High-Frequency Trading », *American Journal of Sociology*, vol. 123, n° 6 : 1635-1683.
- Mahoney, James. 2000. « Path Dependence in Historical Sociology », *Theory and Society*, vol. 29, n° 4 : 507-548.
- McKenzie, Donald. 2003. « An equation and its worlds. Bricolage, exemplars, disunity and performativity in financial economics », *Social studies of science*, vol. 33, n° 6 : 831-868.
- Mikes, Anette. 2009. « Risk management and calculative cultures », *Management Accounting Research*, vol. 20, n° 1 : 18-40.
- Perraudin, C, H Petit et Antoine Rebérioux. 2008. « The stock market and human resources management: evidence from a survey of French establishment », *Recherches économiques de Louvain*, vol. 74, n° 4-5 : 541-586.
- Pierson, Paul. 2000. « Increasing Returns, Path Dependence, and the Study of Politics », *The American Political Science Review*, vol. 94, n° 2 : 251-267.
- Raunio, Tapio. 2012. « The European Parliament », *The Oxford Handbook of the European Union*, Oxford university press.
- Rothstein, Henry, Olivier Borraz et Michael Huber. 2013. « Risk and the limits of governance: Exploring varied patterns of risk-based governance across Europe », *Regulation & Governance*, vol. 7, n° 2 : 215-235.
- Shackleton, Michael. 2000. « The Politics of Codecision », *JCMS: Journal of Common Market Studies*, vol. 38, n° 2 : 325-342.
- Sharma, Paul. 2002. *Report: Prudential supervision of insurance undertakings*, ParisConference of insurance supervisory services of the member states of the European Union.
- Tooze, Adam. 2018. *Crashed. Comment une décennie de crise financière a changé le monde*, Paris, Les Belles Lettres.
- Tosetti, Alain, Thomas Béhar, Michel Fromenteau et Stéphane Ménart. 2011. *Assurance. Comptabilité, réglementation, actuariat*, Paris, Economica.
- Useem, Michael. 1996. *Investor capitalism. How money managers are changing the face of corporate America*, New York, Basic books.
- Van der Zwan, Natascha. 2014. « Making sense of financialization », *Socio-economic review*, vol. 12: 99-129.
- Van Hulle, Karel. 2019. *Solvency requirements for EU insurers. Solvabilité II is good for you*, Cambridge, Intersentia.

- Zorn, Dirk M. 2004. « Here a chief, there a chief: the rise of the CFO in the American firm », *American sociological review*, vol. 69, n° 3 : 345-364.
- Zumello, Christine. 2018. « Chapitre 8 : État des lieux de l'intermédiation financière », in *L'intermédiation en question*, Paris, Presses Sorbonne Nouvelle: 209-224.



PROGRAMME DE RECHERCHE
SUR L'APPRÉHENSION DES RISQUES
ET DES INCERTITUDES

Avec une double mission de recherche et de diffusion de connaissances, la chaire PARI a pour objectifs de comprendre l'émergence, les évolutions et les impacts des outils de gestion des risques et des produits d'assurance.

PARI se positionne ainsi au confluent de la réflexion fondamentale et de l'impact opérationnel, pour irriguer analyses et prises de décisions.

Le programme de recherche 2024-2027 propose de questionner le rôle de l'assurance dans la couverture et la prévention des catastrophes.

L'impact des travaux de PARI se concentre sur trois champs :

- L'appréhension des risques et les problématiques de l'assurabilité
- Le marché de l'assurance du futur : acteurs, régulation du contrat et reconfiguration des acteurs
- Les nouveaux enjeux pour la mutualisation : impact du climat sur la solidarité

Placée sous l'égide de l'Institut Louis Bachelier en partenariat avec P'ENSAE/CREST et Sciences Po, la chaire PARI est soutenue par BPCE Assurances IARD, CCR, Generali, MAIF et Thélem assurances.

Elle est co-portée par **Pierre François**, sociologue, directeur de recherche au CNRS et chercheur à Sciences Po, et **Laurence Barry**, X-ENSAE, docteure en sciences politiques, chercheuse affiliée au Centre de recherche en économie et statistique (CREST) et actuaire qualifiée.

PARTENAIRES

