

Working paper



21

Financiariser l'assurance

Pierre FRANÇOIS

Mai 2020

PARI

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

FINANCIARISER L'ASSURANCE

Pierre FRANCOIS
CNRS – Sciences Po – CSO
Chaire PARI
pierre.francois@sciencespo.fr

Ce texte constitue le chapitre 2 du livre portant sur Solvabilité II, sa nature, son histoire et ses conséquences, qui paraîtra dans les mois qui viennent aux Presses de Sciences Po. Il permet de replacer Solvabilité II dans la trajectoire de financiarisation des économies européennes.

Résumé – Solvabilité II constitue une étape décisive dans la financiarisation – entendue comme l'imposition de logiques d'actions financières – du secteur assurantiel européen. Le nouveau dispositif prudentiel incorpore en effet des éléments déterminants de la théorie financière qui, dans l'ancien dispositif de régulation, étaient jusque-là marginaux ou absents. En incorporant ces hypothèses, ces raisonnements et ces outils, Solvabilité II les diffuse et les impose à l'ensemble des entreprises du secteur, y compris à celles qui, jusque-là, par choix délibéré ou par ignorance tacite, s'en étaient jusque-là tenues éloignées. Comme dans d'autres secteurs auparavant, les règles imposées par la puissance publique (en l'occurrence l'Union européenne) constituent un très puissant vecteur de financiarisation des économies occidentales.

FINANCIARISER L'ASSURANCE

Pierre FRANCOIS

Cet ouvrage défend une thèse qui s'énonce aisément : Solvabilité II constitue une pièce maîtresse du mouvement de financiarisation du secteur assurantiel, dont la nouvelle directive est à la fois un symptôme et un catalyseur. Il peut sembler un peu tautologique de parler de la financiarisation du secteur assurantiel : quel sens peut-il y avoir 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 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 (van der Zwan, 2014, p. 100) : ce que recouvre la financiarisation, c'est moins la présence de certains acteurs financiers (qui sont aussi anciens que le capitalisme et qui en sont à bien des égards consubstantiels) que le fait que des *logiques d'action financières* s'imposent à l'ensemble des acteurs économiques.

Ainsi définie, la notion souffre encore d'une extension et d'un flou qui la rendent malaisément manipulable. Parmi les usages recensés par Van der Zwan (2014) ou Davis et Kim (2015), nous nous concentrerons sur ceux qui décrivent la *financiarisation des entreprises*, en retenant deux principales dimensions de cette dynamique : d'abord, l'hypothèse qui pose que la financiarisation correspond à une *transformation des règles du jeu concurrentiel* et, plus précisément, des formes de régulation prudentielle qui s'imposent aux entreprises ; ensuite, l'idée selon laquelle la financiarisation consiste à *favoriser l'actionnaire* au sein des parties prenantes de la vie de l'entreprise. C'est en replaçant la mise en place de Solvabilité II dans ces deux trajectoires que l'on peut en saisir le sens. Nous les examinerons en soulignant l'importance des idiosyncrasies nationales tant dans le processus qu'elles recouvrent que dans les résultats qu'elles engendrent. Nous mettrons par conséquent en regard, pour ces deux trajectoires, les trajectoires états-unienues et celles, européennes, qui seront au cœur de cet ouvrage.

1. DEREGULATION DE LA FINANCE OU FINANCIARISATION DE LA REGULATION ?

Lorsqu'il est question de qualifier la trajectoire qui affecte la régulation des activités financières au cours des quarante dernières, ce n'est pas le vocabulaire de la financiarisation qui est le plus spontanément mobilisé, mais celui de la « dérégulation » ou de la « déréglementation ». C'est ce vocabulaire, exclusivement privatif, qui est le plus souvent retenu, comme dans cette chronologie proposée par l'*Encyclopédie Universalis* qui recense, depuis 1974, les grandes dates de la « déréglementation financière »¹. La réglementation des activités financières serait donc structurée par une trajectoire sans équivoque dans la direction qu'elle décrit – on irait sans coup férir vers des règles de moins en moins nombreuses et de moins en moins contraignantes – et dans le rythme qu'elle imprime – pas de retour en arrière ni d'hésitation ou de contre-courant.

L'analyse des régulations financières montre que leurs évolutions sont en fait plus contournées et plus contradictoires. Il faut, pour les décrire plus précisément, être attentifs aux activités auxquelles s'appliquent ces régulations : celles qui s'appliquent aux banques diffèrent de celles qui s'imposent aux marchés financiers ou aux assurances, elles ne se déploient pas suivant des rythmes comparables et elles n'obéissent pas aux mêmes séquences causales. Il faut également distinguer selon les espaces : en matière de régulation, les Etats-Unis ne sont pas l'Europe, qui est elle-même divisée en entités nationales lentes, en ces matières, à abdiquer leur souveraineté. Même lorsque s'affirme une volonté délibérée de construire des règles homogènes, dans certains secteurs – comme le secteur bancaire, avec les différentes versions des accords construits sous l'égide du Comité de Bâle (Underhill et Zhang, 2008) – ou dans certains espaces – avec la volonté européenne qui très tôt s'affirme de construire un marché commun des services financiers (Story et Walter, 1997) – cette volonté se heurte toujours à des oppositions très fortes qui ralentissent le rythme des évolutions et qui en infléchissent, jusqu'à les contredire ou à les annuler parfois, les trajectoires.

Pour saisir les mouvements qui affectent les régulations financières, il faut enfin distinguer selon *l'objet* de la régulation financière : *qui* peut faire *quoi* et à *quelles*

¹ « Déréglementation financière (repères chronologiques », *Encyclopedia universalis* [en ligne], consulté le 14 juin 2019. URL : <http://www.universalis.fr/encyclopedie/dereglementation-financiere-reperes-chronologiques/>.

conditions ? Que peut-on faire, tout d'abord ? En matière financière, il n'est pas toujours possible de proposer n'importe quel service ou de vendre n'importe quel produit. *Qui* peut intervenir, ensuite ? Ces services ou ces produits financiers ne peuvent pas être proposés par n'importe quel acteur. *À quelles conditions* peut-on proposer tel ou tel service ou vendre tel ou tel produit, enfin ? Même si l'activité est licite, même si l'acteur concerné est fondé à la mettre en œuvre, il lui faudra vérifier certaines conditions – de solvabilité, en particulier. Cette troisième question, celle des conditions sous lesquelles peuvent être mises en œuvre des activités financières, renvoie au champ spécifique de la régulation prudentielle.

Si l'on conserve à l'esprit que les régulations visent à apporter des réponses à ces questions (*qui a le droit de faire quoi et à quelles conditions ?*), alors deux mouvements généraux se font jour, qui se contredisent partiellement. Sur le plan des activités financières (*que peut-on faire ? qui peut le faire ?*), on assiste bien à un abaissement des interdictions, et on est fondé à parler de *dérégulation*. Sur le plan prudentiel en revanche (*à quelles conditions peut-on faire ce que l'on fait ?*), le mouvement qui se fait jour vient potentiellement contredire le précédent : il doit se décrire comme un mouvement de *financiarisation des outils prudentiels*. C'est dans ce second mouvement que vient s'inscrire Solvabilité II. En nous attachant à distinguer le cas états-unien et les cas européens, nous évoquerons successivement ces deux mouvements : celui d'une dérégulation des activités financières, et celui d'une financiarisation des régulations prudentielles.

Déréguler la finance ?

Un abaissement des exigences

Le premier mouvement qui structure la trajectoire des régulations financières concerne les acteurs et les activités financières : *qui* peut faire *quoi* ? Il voit les restrictions mises en place après la crise de 1929 et dans l'immédiat après-guerre être progressivement remises en cause, pour une partie d'entre elles au moins.

Aux Etats-Unis, la crise de 1929 – en dépit de la compréhension incertaine qu'en avaient ses contemporains – a provoqué une inflexion très sensible de la politique économique de l'Etat fédéral. La politique de grands travaux du *new*

deal rooseveltien en est l'incarnation la plus spectaculaire, mais d'autres mesures sont prises très tôt par l'administration démocrate qui vont durablement infléchir les règles du jeu financier aux Etats-Unis. Le *banking act* de 1933 segmente par exemple le marché bancaire, en imposant une stricte séparation entre les établissements dédiés aux activités commerciales, qui reçoivent les dépôts des épargnants et qui leur octroient des prêts, et les banques d'investissement, qui peuvent réaliser des opérations sur les titres et les valeurs mobilières. Il régule également les pratiques bancaires, en plafonnant le taux de rémunération des dépôts que les banques peuvent proposer à leurs clients (la « *regulation Q* »). Sur le plan des pratiques boursières, une série de mesures sont prises qui visent à assurer une meilleure transparence de l'information – afin, notamment, de limiter la possibilité des délits d'initiés – avec, par exemple, l'obligation qui est faite aux fonds d'investissement de publier des informations sur leurs opérations, leur structure et leurs objectifs. C'est dans ce cadre que se situe la création de la *Security and exchange commission*, qui va jouer un rôle très actif pour limiter considérablement la possibilité d'échanger certains produits financiers – en particulier les produits dérivés – à qui l'on impute, sur des bases largement intuitives, un rôle décisif dans l'amplification de la crise.

En Europe, c'est avec la reconstruction, en 1945, que de nouvelles règles s'imposent aux acteurs et aux activités financières qui perdureront sur plusieurs décennies. En France, par exemple, où le financement de l'économie est, depuis le milieu du XIX^e siècle, tantôt pris en charge par les marchés, tantôt confié aux banques (Hautcoeur, 2007), 1945 ouvre un cycle bancaire sans équivalent : pour faire face aux impératifs d'une reconstruction étroitement encadrée par l'Etat (Margairaz, 1991 ; Margairaz et Dard, 2005), et pour stabiliser des activités financières considérées comme des fauteuses de crise, le choix est fait de rendre les marchés financiers atones et de déléguer toutes les fonctions financières aux grandes banques qui, publiques ou privées, sont surveillées par l'Etat (Quennouëlle-Corre, 2000, 2005).

L'après-guerre s'ouvre donc sur un mouvement assez brutal de reprise en main des activités financières par le régulateur. Ces règles restrictives auront tôt fait d'être l'objet de critiques. Aux Etats-Unis, à la fin des années 1970, les restrictions sévères qu'a imposé la SEC sur les produits dérivés commencent d'être assouplies, pour soutenir notamment l'activité de la bourse de Chicago qui s'en est fait une spécialité (McKenzie et Millo, 2003). Dans les années 1980, les restrictions qui jusque-là rendaient très délicates les prises de contrôle par des entreprises financières sont également remises en cause (Roe, 1994), entraînant une vague d'acquisition sans précédent (Davis, Diekmann et Tinsley, 1994). Et

à la fin des années 1990, le Gramm-Leach-Bliley Act de 1999 met fin à la séparation banque de détail-banque d'investissement – une séparation qui, dans les faits, n'était déjà plus respectée depuis plusieurs années (Davis et Mizruchi, 1999).

En Europe, les évolutions, un peu plus tardives, ne sont pas moins spectaculaires. En France, c'est la décision qui est prise, autour de 1983, de rester au sein du système monétaire européen et, à moyen terme, de construire en Europe une monnaie unique, qui joue un rôle décisif. Jusqu'aux années 1980, l'inflation permet aux institutions publiques de financer leur endettement par le biais d'un système de création monétaire et d'encadrement du crédit qui place les banques sous la tutelle étroite du ministère des Finances et de la direction du Trésor. Lorsque la décision est prise de demeurer au sein du SME et de mettre en place une monnaie unique, cette politique inflationniste doit être abandonnée. C'est donc pour financer autrement sa dette que l'Etat réactive un ensemble d'acteurs et d'institutions dont il avait, depuis la seconde guerre mondiale, délibérément et très étroitement encadré l'activité (Lagneau-Ymonet et Riva, 2012). Ce qu'il est convenu d'appeler le « *big bang* » du marché financier français (en écho aux mutations impulsées par le gouvernement Thatcher, à peu près simultanément, à la *city* de Londres : Michie, 1999) recouvre une série de transformations qui voient, notamment, les activités boursières se concentrer sur la seule place parisienne, ou encore la fin du monopole des agents de change sur l'intermédiation boursière. La loi bancaire de 1984 revient quant à elle sur la séparation des activités de crédit et des activités de marché, : les banques et les compagnies d'assurance peuvent ainsi devenir des acteurs majeurs sur les marchés financiers. Simultanément, les modalités d'organisation des transactions (leur informatisation, en particulier) redessinent la division du travail sur les marchés boursiers en y accroissant la concurrence et la liquidité (Muniesa, 2005). Ces réorientations nationales sont relayées par des initiatives européennes, comme celles qui visent à créer un marché du contrôle des entreprises qui, après bien des vicissitudes, aboutira finalement à l'adoption, en 2004, de la directive sur les rachats d'entreprises (Callaghan et Höpner, 2005).

Le sens de ce premier mouvement s'établit donc de manière relativement claire : il consiste en une remise en cause des règles restrictives imposées aux acteurs et aux pratiques financières après la crise de 1929 et dans le contexte de la reconstruction d'après-guerre. Cette remise en cause élargit le spectre des produits financiers qui peuvent être proposées (les produits dérivés, *e.g.*), des pratiques qui peuvent être mises en œuvre (les rachats d'entreprise, *e.g.*) et des acteurs qui peuvent y être impliqués (la fin du monopole des agents de change,

e.g.). Parler de « dérégulation », sans autre forme de procès, est sans doute excessif – les règles ne disparaissent pas, de nouvelles se substituent aux anciennes – mais la trajectoire est bien celle d'un assouplissement des contraintes.

Projet politique, recompositions élitaires, dynamiques conflictuelles

A quelles causes faut-il imputer ces évolutions ? Elles s'inscrivent dans des mouvements macro-historiques, qui ne doivent pas, cependant, masquer les causalités spécifiques qui sont à l'œuvre sur tel ou tel segment des activités financières. La dérégulation financière à l'œuvre Etats-Unis s'inscrit ainsi dans un mouvement historique de recomposition des élites dirigeantes (Mizruchi, 2013). Si les régulations imposées dans les années 1930 se sont maintenues pendant près d'un demi-siècle, c'est que l'ancienneté et la cohésion des élites économiques traditionnelles, et les fortes oppositions (étatiques et syndicales) qu'elles devaient affronter ont longtemps maintenu le *statu quo* qui garantissaient la stabilité des formes de régulation économique et financière. Mais avec les années 1980, cet équilibre est remis en cause. Aux mains d'une administration républicaine, l'Etat fédéral organise délibérément le reflux de son emprise sur l'économie. Confrontés à des plans sociaux massifs, à une recomposition des formes d'emploi et à une entreprise d'affaiblissement délibérée menée par une partie du patronat états-unien, les syndicats perdent eux aussi une grande part de leur pouvoir. Les élites économiques, enfin, se transforment en profondeur : aux héritiers des familles patriciennes formés dans les *Law Schools* succèdent des dirigeants issus d'une bourgeoisie moins élevée et plus récente, et désormais formés dans les *Business schools* aux techniques abstraites des mathématiques financières. La cohésion de cette nouvelle classe dirigeante n'a que peu à voir avec celle des anciens dirigeants : moins concentrée dans certains quartiers, elle fréquente moins les mêmes clubs ou les mêmes paroisses. Plus isolés, ses membres ont davantage conscience de leurs intérêts individuels que de ceux de leur classe, et de ce qu'ils pourraient devoir à des formes de stabilité sociale leur imposant une manière de modération. Les relais que ces élites économiques entretiennent avec l'appareil politico-administratif sont, là aussi, moins nombreux et moins efficaces : les liens étroits que les différentes commissions et groupes de travail permettaient d'entretenir entre le monde des affaires et celui de l'Etat fédéral sont moins systématiquement investis – sinon pour défendre des intérêts qui ne sont même plus ceux d'une classe ou d'une fraction de classe,

mais de certains individus isolés qui, explique Mizruchi, ont entièrement perdu de vue tout questionnement relevant de l'intérêt général. De là vient qu'après avoir soutenu les règles sévères issues de la crise de 1929 – et avoir ainsi participé à une remarquable période de stabilité financière – les élites économiques entreprennent de progressivement les dissoudre.

En Europe, Denord et Schwartz (2010) soutiennent l'idée que la création d'un marché commun, tel qu'elle est proposée par le Traité de Rome de 1957, traduit institutionnellement un projet politique singulier, celui du néo-libéralisme, « cette conception de l'économie politique, née dans les années 1930 au croisement de l'université, du patronat et de la haute-fonction publique, récusant le « laissez-faire, laissez-passer » assimilé au XIX^e siècle, pour promouvoir un interventionnisme juridique des Etats » (p. 37). Cette conception est portée par un groupe d'économistes (universitaires, hauts fonctionnaires), par ailleurs hétérogène, structuré par un réseau d'interconnaissance depuis les années 1930 et qui, dans les années 1950, occupent des positions clés au sein des Etats engagés dans les négociations. Ce projet initial engendre une série d'effets de cliquet, et notamment « une réduction de l'espace des pensables dans le domaine de l'intégration économique » qui exclue à la fois la planification et le libre-échange pur et simple.

C'est dans ce cadre très général que se fait jour la volonté de construire un marché commun des services financiers. La mise en œuvre de ce projet n'est cependant pas linéaire : elle obéit à une dynamique profondément ambivalente. D'un côté, comme nous le rappelions en introduction, il se heurte aux très fortes résistances des Etats membres qui faute d'être assurés d'y imposer les formes de financement de l'économie qui prévalent à l'intérieur de leurs frontières, en retardent l'avènement (Story et Walter, 1997 ; Mügge, 2006). Mais simultanément, c'est une même logique, théoriquement ancrée dans les développements de la théorie financière, qui finit par s'imposer dans l'ensemble des secteurs financiers (Mügge, 2011). Jusqu'aux années 1990, les réticences des Etats à construire un marché commun des services financiers se sont accompagnés d'une approche « pragmatique » de la régulation : les Etats mobilisent des moyens *ad hoc* et négociés au coup par coup pour atteindre rapidement certains objectifs, qu'il s'agisse de la stabilité financière, du plein emploi ou du contrôle de l'inflation. La cohérence intellectuelle ou doctrinale susceptible de fonder ces interventions était seconde. A partir des années 1990 s'impose une approche beaucoup plus « dogmatique » : ce qui prime désormais, c'est la cohérence intellectuelle de politiques définies à partir des discussions menées entre les membres d'une communauté épistémique homogène, acquise

à la théorie financière. La théorie qui fonde la régulation financière mise en œuvre par l'Union européenne, à partir des années 1990, est en effet celle qui s'est imposée deux décennies plus tôt au sein des travaux académiques et des *think tanks*, celui du « libéralisme régulateur » (*regulatory liberalism* : Gamble, 2009), qui pose que les marchés sont des mécanismes auto-correcteurs et que l'intervention publique doit se limiter à corriger des *market failures*.

Si elles viennent s'enrichir dans ces réorientations d'envergure, les trajectoires des régulations qui s'imposent aux activités financières sont aussi modelées par des causalités plus idiosyncrasiques, comme en témoigne le fait qu'elles ne s'amorcent pas toutes au même moment et qu'elles ne se déploient pas toutes au même rythme. Aux Etats-Unis, par exemple, la dérégulation des marchés de produits dérivés s'annonce dès le début des années 1970 (McKenzie et Millo, 2003), celle des offres publiques d'achat est impulsée, dix ans plus tard, par l'administration Reagan (Roe, 1994 ; Davis, 2009), tandis que la fin de la séparation des banques d'investissements et des banques de détail intervient à la fin des années 1990. En Europe, si les années 1990 marquent une rupture incontestable, les chronologies qui s'imposent aux activités bancaires, sous l'impulsion du Comité de Bâle, aux activités de marché ou au secteur assurantiel montrent bien que les causalités à l'œuvre, ici et là, ne sont pas entièrement confondues. Ces évolutions sont très loin, par ailleurs, de faire consensus. Les directives « prospectus » (qui définit les obligations faites aux entreprises en matière d'information financière) et MIFiD (qui définit les règles de la concurrence entre les différents marchés financiers européens), sont adoptées au début des années 2000 après un très long processus conflictuel qui voit s'opposer deux coalitions, une « nordique » (regroupant le Royaume-Uni, l'Irlande, les Pays-Bas et la Scandinavie), qui défend la nécessité de construire une concurrence libre et non faussée (« *market making* ») ; et une « sudiste » (rassemblant, outre la France et la Belgique, les pays d'Europe méditerranéenne), qui défend la nécessité de réguler les dynamiques marchandes (« *market shaping* ») – l'Allemagne occupant une position médiane (Quaglia, 2011 ; Zimmermann 2010).

De la même manière, l'adoption de la directive sur les offres publiques d'achat sera lente et difficile en raison des oppositions qu'elle engendre. Ces oppositions n'émanent pas, il faut le noter, des parties prenantes de l'entreprise (les syndicats de salariés, au premier chef) qui pourraient craindre que ne se constitue à l'échelle européenne un marché du contrôle des entreprises comparables à ce que l'on rencontre aux Etats-Unis – marché qui dégraderait leur position dans le partage du pouvoir et de la valeur créée par la firme, au profit de l'actionnaire. Cette ligne

de clivage capital vs. travail est en effet assez peu présente dans les débats, qui doivent au contraire se comprendre, à nouveau, comme un « *clash of capitalism* ». Les intérêts des différents pays sont à ce point divergents que les votes des députés sont directement indexés sur leur appartenance nationale, et non sur leur appartenance partisane, en particulier pour les partis de centre-droit et de centre-gauche : 90% des députés allemands votent contre la directive, et 90% des députés britanniques votent en sa faveur (Callaghan et Höpner (2005)).

On le voit : la marche vers la « dérégulation financière » est moins linéaire qu'il n'y paraît, et les processus qui amènent à la redéfinition des règles précisant *qui* sont les acteurs habilités à intervenir en matière financière, et pour y faire *quoi* – ces processus sont hétérogènes, polycentriques et très souvent conflictuels. Le mouvement général qu'ils construisent, cependant, est bien celui d'un élargissement du spectre des acteurs et des pratiques légitimes, en un mot, si l'on veut, d'une baisse des contraintes. Ce premier mouvement est cependant redoublé, et parfois contredit, par un second mouvement qui affecte la régulation, lorsqu'elle porte non plus sur les acteurs ou les pratiques mais sur les conditions sous lesquelles ces acteurs peuvent agir ou ces pratiques peuvent être mises en œuvre.

Financiariser la régulation ?

Le second mouvement qui affecte la régulation des acteurs et des activités financières est moins systématiquement évoqué que le précédent – par le sens commun indigène ou par la littérature savante – mais il n'est pas moins important. Il est en particulier central pour comprendre Solvabilité II qui en constitue une incarnation paradigmatique. Il renvoie à la définition des conditions sous lesquelles il est possible d'agir en matière financière, autrement dit à la régulation *prudentielle*. Une banque ne peut pas octroyer autant de prêts qu'elle le veut : sa capacité à prêter de l'argent dépend, notamment, des fonds propres dont elle dispose. Une compagnie d'assurance ne peut pas non plus assurer *ad infinitum* tous les particuliers qui se présentent à elles : il faut qu'il y ait un rapport entre les risques qu'elle s'est engagée à couvrir et les fonds dont elle dispose pour y faire face. Les entreprises financières, autrement dit, sont soumises à des contraintes de solvabilité et, plus généralement, à des contraintes qui s'assurent que le risque auquel elles sont exposées demeure raisonnable. Une part très importante de la régulation des activités et des pratiques financières consiste en une régulation *prudentielle*, *i.e.* qui vise à préciser le niveau de risque

auquel sont exposés les banques, les compagnies d'assurance ou les investisseurs. Or, la mesure de ces risques n'a rien de trivial ou d'évident : si la solvabilité d'un acteur économique, par exemple, se laisse aisément concevoir intuitivement (elle désigne sa capacité à faire face à ses engagements), sa mesure précise – et donc sa définition – peut s'appuyer sur des outils très différents.

Nous défendons dans ce livre la thèse selon laquelle la régulation prudentielle des acteurs et des activités prudentielles, qui s'est longtemps appuyé sur des outils *comptables*, utilise désormais des outils *financiers* ; et que ce glissement dans l'outillage des raisonnements les fait passer d'une logique *prudentielle*, centrée sur l'usager, à une logique *financière*, centrée sur l'actionnaire. Solvabilité II n'est pas le seul dispositif où ce glissement est à l'œuvre² – mais il y est en jeu de manière particulièrement radicale. Ce glissement repose sur une modification des instruments qui permettent de mesurer le risque auquel sont exposées les activités financières : s'il y a financiarisation de la régulation c'est, autrement dit, parce que la régulation incorpore désormais des outils directement issus de la théorie financière.

Les dispositifs prudentiels, quels que soient les secteurs où ils sont mobilisés, engagent des pratiques de mesures qui, comme toute mesure, reposent sur des conventions spécifiques. Depuis les années 1970, la mesure des risques encourus par les institutions financières a été profondément redéfinie, et cette redéfinition a placé au cœur des conventions métrologiques des outils issus de la théorie financière, qui en étaient jusque-là absents. L'évaluation des risques mobilise, en les combinant, trois grandes techniques de mesure qui ont commun d'incorporer les principes et les raisonnements de la théorie financière contemporaine (Chiappello, 2015). Ces techniques visent à rendre possibles les arbitrages d'investisseurs potentiels. Leur enjeu, autrement dit, n'est pas seulement de mesurer la valeur d'un bien, il est de l'apprécier *par rapport* à celle d'un autre bien. Il devient dès lors possible de prendre une décision : dois-je investir ici plutôt que là ? La première technique permet de se donner, une échelle commune, un mètre étalon, qui est en l'occurrence un étalon monétaire. Il existe en effet de multiples manières de mesurer la valeur d'un bien : un film, par exemple, peut s'étalonner sur une échelle esthétique (est-il reconnu comme une réussite par la critique ?) ou sur une échelle monétaire (fait-il beaucoup d'entrées ?). Les conventions financières posent que la seule échelle sur laquelle peut s'étalonner un produit est une échelle monétaire – elles posent, plus précisément, que le prix

² On le retrouve, par exemple, dans l'évaluation du risque bancaire (voir, entre autre autres, (Baud et Chiappello, 2015) et dans celui attaché aux produits financiers (Besedovsky, 2018 ; Lengwiler, 2016). Pour une discussion générale de ce mouvement, voir notamment (Carruthers, 2015).

de marché est la mesure exclusive de la valeur de l'actif que l'on cherche à évaluer. La théorie financière postule en effet que, si le marché fonctionne correctement (s'il est, autrement dit, liquide et si l'information y est parfaite), le prix de marché capture la valeur fondamentale du bien, définie à son tour comme une appréciation de l'ensemble des services futurs que le bien pourra fournir. La deuxième technique assimile la valeur d'un produit aux flux de revenus futurs qu'il peut engendrer. Si l'on investit dans un produit (une action, une obligation, un immeuble), c'est que l'on anticipe qu'il produit engendrera un flux de revenus. Pour comparer entre eux deux produits hétérogènes entre lesquels il faut arbitrer (dois-je investir ici plutôt que là ? acheter des actions ou des immeubles de bureau ?), ces flux de revenus sont ramenés au temps présent en leur appliquant un taux d'actualisation qui tienne compte, notamment, de l'éloignement dans le temps des flux anticipés (en général, plus cet horizon est éloigné, plus les taux d'actualisation sont élevés). N'importe quel actif peut ainsi être ramené à un étalon (monétaire) commun, et ramené sur un socle partagée (le temps présent) qui en assure la comparabilité. La troisième technique consiste à décrire un actif à l'aide d'un couple conceptuel, celui du rendement qu'on en attend et du risque qui lui est attaché – couple conceptuel qui, lui-même, peut se saisir en terme probabiliste : son espérance mathématique et son écart-type. L'intuition qui la fonde se saisit sans mal : un produit dont le rendement (moyen) espéré est très élevé peut être moins attractif, s'il est très risqué, qu'un produit *a priori* moins rentable mais plus sûr. Il s'agit, là encore, de rendre comparables des produits hétérogènes, et par conséquent de rendre possible des arbitrages.

Ces techniques, qui peuvent évidemment se combiner à l'envie, ont en commun de construire la valeur en adoptant le point de vue d'un investisseur. C'est le cas, par exemple, lorsque l'on compare en les ramenant au présent les flux de revenus futurs engendrés par tel ou tel investissement : il devient possible d'arbitrer entre eux. C'est aussi le cas quand on ramène l'achat d'un produit au couple risque/rendement qui lui est attaché : la comparaison d'entités très hétérogènes devient possible, et elle le devient du point de vue de l'investisseur qui s'interroge s'il vaut mieux placer son argent ici plutôt que là. Elles ont aussi en commun de se placer dans un horizon de relatif court terme : postuler que le prix de marché incorpore parfaitement l'ensemble des informations sur le futur revient à se placer dans un horizon anhistorique où aucun changement majeur ne peut intervenir. Ces techniques participent enfin d'un mouvement d'abstraction qui les éloigne de la vie matérielle, de ces contingences et des contraintes qu'elle pourrait imposer : parce qu'elle repose sur l'expérience mentale, permanente et implicite, que toute grandeur peut toujours se convertir sous forme monétaire, la référence aux formes concrètes de production – qui supposent d'agencer des

individus et des machines, sous des contraintes techniques et dans des configurations concrètes – y devient superflue.

Ces techniques de mesure financiarisées sont au cœur de l'appréciation des risques encourus par les institutions financières contemporaines. La manière dont les agences de notation évaluent la qualité de tel ou tel investissement en constitue un premier exemple. C'est en 1909 que John Moody a mis au point sa célèbre échelle de note permettant d'apprécier le risque attaché aux investissements, du AAA, qui désigne un placement très peu risqué, au C ou D qui correspondent à la situation où l'argent placé ne pourra pas être recouvré. Depuis plus d'un siècle, cette échelle n'a pas changé – mais les critères et les techniques qui permettent d'attribuer telle ou telle note, eux, ont profondément évolué (Besedovsky, 2018). Initialement conçues pour évaluer la qualité de prêts consentis à des Etats ou les placements effectués dans telle ou telle entreprise, ces notes définissaient une échelle ordinale : les investissements notés AAA étaient censés être moins risqués que ceux notés AA, qui eux-mêmes étaient plus sûrs que ceux notés A ou AB. Ces notes étaient attribuées sur la base d'une expertise centrée sur la connaissance précise et circonstanciée des différents cas, dans ce qu'ils avaient d'irréductiblement idiosyncrasiques (tel pays est-il susceptible de connaître une guerre civile dans les dix ans à venir ? la stratégie mise en œuvre par telle ou telle entreprise n'est-elle pas excessivement hasardeuse ?). La méthodologie utilisée pour les définir était fondamentalement holiste, d'abord parce que les données mobilisées étaient nombreuses et hétérogènes, ensuite parce que l'enjeu était de parvenir à les agencer dans un tout cohérent qui dessinait un système dont on puisse apprécier, de manière synthétique, la qualité : compte tenu du contexte géopolitique régional, des jeux de pouvoir qui se font jour au sein des élites dirigeantes, des ressources naturelles dont dispose le pays, de la présence sur son sol de multinationales, voici comment l'on peut apprécier le risque de crédit attaché aux titres de dette qu'il émet. Les notes, enfin, n'avaient pas de prétention prédictive. Si on leur associe des probabilités, ce n'est qu'*ex post*, afin de se donner une saisie synthétique de la pertinence des recommandations que l'on a faites : parmi les pays que l'on avait classés AB, combien ont fait défaut ? Si l'on constate que parmi ces pays, 15% n'ont pas honoré leur engagement au cours des dix dernières années, on n'en déduira pas pour autant que le pays ou l'entreprise que, demain, l'on notera AB aura une chance sur six de faire défaut. Les probabilités ne sont pas engagées dans un travail de prédiction.

Cette méthode, qui est encore celle qui prévaut lorsqu'il s'agit d'évaluer les risques attachés aux différents pays (pour apprécier par exemple la qualité des dettes souveraines), s'est avérée inadaptée lorsqu'il a été demandé aux agences

de noter des « produits structurés », *i.e.* des produits financiers issus de l'agrégation de produits préexistants (par exemple des titres de dettes). Progressivement, c'est une toute autre méthode qui s'est imposée pour mesurer le risque attaché à ces nouveaux produits – une méthode où les concepts et les raisonnements de la théorie financière occupent une position déterminante. La mesure du risque que propose cette nouvelle méthode repose sur une conception probabiliste de la causalité : en s'appuyant sur des séries de données temporelles, les modèles utilisés permettent d'avancer qu'en moyenne, tel événement engendre telle conséquence. La mesure du risque traduit donc la régularité de corrélations que l'on peut rétrospectivement constater dans le comportement des actifs que l'on s'attache à noter. A ces probabilités sont associés un sens et un usage très différents de ceux qui étaient attachés aux probabilités que l'on pouvait constater, *ex post*, dans l'ancienne méthode, et qui ne pouvaient pas être engagés dans des calculs modélisés : les probabilités de défaut que l'on déduit des observations passées sont désormais utilisées comme des estimations permettant d'apprécier le risque de défaut à venir. Les probabilités, autrement dit, n'ont plus uniquement un rôle descriptif et rétrospectif, elles sont engagées dans un travail de prédiction.

Les notes, dès lors, changent de nature. *Ordinales*, elles servaient à *classer* les risques relatifs attachés à tel ou tel investissement : investir dans la dette souveraine du pays A est plus risqué que d'investir dans celle du pays B. Les notes, désormais, ont une valeur *cardinale* : elles visent à *mesurer* les risques, plus seulement à les ordonner. Ce déplacement n'est pas conceptuel, il a des conséquences pratiques immédiates, puisque si les notes ont une valeur cardinale, alors elles peuvent être mobilisées dans des modèles qui permettent d'en déduire d'autres notes, attachées à d'autres produits construits à partir des produits que l'on avait initialement notés – et ainsi de suite. L'usage des probabilités à des fins prédictives a, enfin, une dernière conséquence : l'enjeu des notes n'est plus celui, binaire, de savoir si le placement est risqué ou s'il ne l'est pas – si l'emprunteur à qui l'on consent un prêt va faire défaut ou pas ; il est celui, gradué et continu, de comparer entre elles les pertes potentielles attachées à tel ou tel placement, définies comme le produit de la probabilité de défaut et l'importance des pertes subies si ce défaut devait effectivement survenir. En permettant de mesurer le rendement des investissements, corrigé du risque qui leur est attaché, les notes sont désormais un outil d'arbitrage permanent et systématique aux mains des investisseurs.

Le deuxième exemple de financiarisation du calcul du risque encouru par les activités financières est celui, que nous avons déjà évoqué, du risque bancaire tel qu'il a été redéfini lors du passage de Bâle I à Bâle II. Dans Bâle I, le risque de

crédit était indexé sur les propriétés juridiques ou politiques des emprunteurs : s'agit-il d'un Etat, d'une entreprise, d'un particulier ? Dans Bâle II, ce risque est calculé en se fondant sur les notations fournies par des acteurs directement partie prenante du monde financier (les agences de notation lorsque les banques s'appuient sur la méthode standard, ou les banques elles-mêmes quand elles s'appuient sur des méthodes internes). L'industrie financière dispose donc avec Bâle II d'une autonomie accrue dans l'appréciation des risques auxquels elle est confrontée. Et ces notes, on vient de le voir, reposent sur une valorisation singulière du risque, puisqu'à chaque note est associée une probabilité de défaut qui permet de les engager dans le calcul des exigences de capital. De la même manière, les modèles utilisés pour définir le niveau de capital exigible s'appuient sur des outils directement issus de la théorie financière – en l'occurrence, ils relèvent d'une famille de modèles dits ASRF (*asymptotic single risk factor*) appuyé sur la formule de Vasicek (1987), elle-même directement issu de la formule de Black-Scholes, l'un des piliers de la finance de marché. La méthode de calcul transpose donc aux activités de crédit des modèles initialement conçus pour appréhender le comportement des titres échangés sur les marchés financiers. Ce que doit couvrir le capital est ainsi conforme à la conception dominante de la théorie financière de marché : le capital ne doit pas servir à couvrir la totalité du risque, mais les variations de perte autour de la moyenne, et la rémunération du capital doit correspondre à la rémunération moyenne servie par les marchés financiers. Le coût du crédit accordé à tel ou tel est donc individualisé, puisqu'il dépend de la note attribuée par la banque ou par l'agence de notation et qu'il prévoit la rémunération, au taux du marché, du capital immobilisé par la banque pour couvrir ce crédit. La banque, dès lors, évalue la rentabilité des crédits qu'elle accorde en imputant à chacun le coût des fonds propres qu'il mobilise. En individualisant la tarification selon le principe d'une rentabilité rapportée au risque, le raisonnement mobilisé est de part en part infusé par les principes de la théorie financière.

Au cours des trois dernières décennies, les conventions utilisées pour mesurer les risques financiers ont donc incorporé des éléments déterminants de la théorie financière. L'adoption de ces nouvelles conventions a été progressive : elles ont d'abord été endossées par de grandes institutions financières – grandes banques, fonds d'investissements, agences de notation – avant d'être incorporées dans des dispositifs de régulation qui s'imposent à tous les acteurs. Ce fut le cas, par exemple, en matière bancaire. Les accords de Bâle I, adoptés à la fin des années 1980, furent très rapidement l'objet de critiques très vives. Les grandes banques soulignèrent en particulier qu'ils accroissaient parfois dans des proportions considérables le coût du crédit, et ce de manière très inégale dans les différents

pays qui avaient souscrits cet accord. Dès lors le Comité qui, pour dessiner Bâle I, avait travaillé dans une relative autonomie, s'impliqua dans des échanges accrus avec les acteurs privés, et notamment avec l'*Institute for International Finance* (IIF) basé à Washington. En 1993, l'IIF produisait une note qui critiquait fermement les propositions avancées par le Comité pour aménager les accords de Bâle I. La controverse portait en particulier sur l'efficacité comparée des règles de Bâle I et des mécanismes de contrôle interne. L'IIF plaidait pour que de nouvelles règles s'imposent au secteur, qui soient davantage alignées sur les pratiques qui prévalent au sein des grandes banques – en 1995, le Comité de Bâle émit deux documents consultatifs qui reprenaient dans leurs grandes lignes les arguments avancés par l'IIF. Pour faire face à d'autres critiques, qui portaient sur l'inadéquate prise en compte du risque de crédit dans les règles de Bâle I, le Comité de Bâle entreprit par ailleurs de dresser un bilan systématique de l'application de cet accord. Un groupe de travail du Groupe des Trente, une sorte de *think tank* réunissant des membres issus d'institutions financières publiques ou privées, produisit un premier rapport sur le risque systémique. Si l'on suit Underhill et Zhang (2008), ce rapport constitue le véritable point de départ des options retenues dans les futurs accords de Bâle II et III. Il insistait en particulier sur le fait que les agences de régulation devaient s'appuyer beaucoup plus sur les institutions qu'elles contrôlaient. Un autre rapport, produit par l'IIF, plaidait quant à lui pour que le nouveau système de régulation réserve une place capitale aux notations internes des banques. En septembre 1998, le Comité de Bâle annonça qu'il allait officiellement revoir l'accord de 1988 afin de le remplacer par des règles plus flexibles. En Juin 1999 paraissait un premier ensemble de propositions, et après cinq années de négociations le Comité adoptait un nouveau cadre prudentiel, Bâle II. Dans ce nouveau cadre s'imposaient des dispositifs qui avaient été auparavant adoptés par les plus grands acteurs du marché dans leur propre politique de contrôle des risques.

La séquence voit donc de nouveaux outils cognitifs, pleinement enchâssés dans la théorie financière, être utilisés par de très grandes institutions financières – grandes banques, agences de notation, etc. – pour mesurer les risques financiers ; ces outils sont ensuite incorporés aux règles prudentielles qui s'imposent à tous les acteurs. Autrement dit, en matière prudentielle, les régulations s'adaptent aux produits, et non l'inverse : ce sont les innovations financières qui définissent les logiques (et qui fixent les contours) des régulations, et non les régulations qui bornent l'étendue des innovations financières. On comprend, dans ces conditions, comment peut s'opérer une véritable financiarisation de la régulation. Mais cette *financiarisation* peut-elle se décrire comme une baisse des contraintes, *i.e.* comme une *dérégulation* ? Alors qu'on assimile souvent ces deux

mouvements, nous soutenons qu'ils peuvent au contraire entrer dans une forme de contradiction : la financiarisation de la régulation vient, parfois, contredire la dérégulation de la finance, la financiarisation des dispositifs prudentiels n'assouplit pas (ou pas nécessairement) les contraintes, elle peut aussi les alourdir considérablement. D'abord, sur un plan opérationnel, car les exigences de *reporting* sont beaucoup plus lourdes lorsque, comme dans Bâle II ou dans Solvabilité II, le dispositif impose la transparence des informations et l'évaluation des risques opérationnels (les piliers II et III). Ces exigences ont des conséquences organisationnelles considérables, sur lesquelles nous reviendrons en troisième partie (pour le cas bancaire, voire Baud (2013)). Ensuite, sur un plan financier, car le propre de ces nouveaux dispositifs prudentiels tient à leur pro-cyclicité. Revenons un temps à Bâle II pour en avoir une appréhension intuitive. Les modèles utilisés pour définir les exigences de capital, avons-nous dit, tiennent compte du risque de défaut. Or, le risque de défaut (individuel) n'est évidemment pas indépendant de la conjoncture (générale) : les pondérations du risque augmentent quand la conjoncture est mauvaise, elles diminuent quand elle est bonne. Dès lors, lorsque la conjoncture est bonne, les banques vont accroître leurs engagements, et les réduire quand elle est mauvaise. En rationnant le crédit en période de récession ou de ralentissement, les banques vont contribuer à accroître les difficultés, qui à nouveau renchériront le coût de crédits qu'elles seront encore moins enclines à attribuer, etc. La pro-cyclicité de Bâle II (voir par exemple (Andersen, 2011)) – comme de Solvabilité II (cf. chapitre 10) – permet de relativiser la formule d'un superviseur qui expliquait qu'« avec ces nouveaux machins, le but c'est de pouvoir travailler sans fonds propres »³, autrement dit de réduire les contraintes, autrement dit encore de déréguler. La réduction des exigences est cyclique : quand la conjoncture est bonne, les dispositifs prudentiels financiarisés diminuent les contraintes, quand elle est mauvaise ils les accroissent.

Solvabilité II constitue un dispositif de régulation prudentiel, et il vérifie, en les radicalisant, tous les traits que nous venons d'évoquer. La régulation prudentielle, en matière assurancielle, s'appuyait sur des outils comptables, elle se construit désormais sur des outils financiers (en particulier sur la comptabilité en juste valeur et sur la modélisation des exigences de capital). Ce déplacement fait passer le dispositif prudentiel d'une logique centrée sur l'assuré à une logique organisée autour de l'actionnaire. Il ne se traduit pas nécessairement par un allègement des exigences : beaucoup plus lourd en matière de *reporting* et de mise en œuvre en interne, le nouveau dispositif se révèle aussi pro-cyclique et alourdit considérablement les exigences imposées aux compagnies d'assurance lorsque la conjoncture se retourne – ce dont les professionnels se rendent compte en temps

³ Entretien du 12 Février 2015 (Homme, 65 ans, superviseur).

réel alors que Solvabilité II est en train d'être mise au point, puisque la crise de 2008 survient alors que le nouveau dispositif prudentiel est en train d'être finalisé.

2. SOLVABILITE II AU SECOURS DE L'ACTIONNAIRE

Si Solvabilité II s'inscrit comme un symptôme et un facteur de la financiarisation du secteur assurantiel, ce n'est pas seulement parce que les règles qu'impose la nouvelle directive sont entièrement enchâssées dans la théorie financière. C'est aussi parce que les entreprises appelées à respecter ces règles vont, en s'y conformant, adopter des pratiques qui participent de ce que l'on a pu nommer la *shareholder value*, la « valeur actionnariale » (Useem, 1995 ; Fligstein, 2001 ; Fiss et Zajac, 2004 ; Davis, 2009 – pour une synthèse récente : Davis et Kim, 2015). La littérature désigne par cette expression un déplacement des rapports de force entre les parties prenantes de l'entreprise, souvent mesurés par la part de la valeur créée qu'elles parviennent à capter. Sous ce jour, la financiarisation se repère à la part croissante que l'actionnaire revendique dans la prise de décision et dans le partage de la valeur créée par l'entreprise. Cette emprise croissante de l'actionnaire, qui a d'abord été analysée dans le cas états-unien, a depuis été vérifiée dans d'autres grandes économies occidentales, notamment en Europe continentale, en France et en Allemagne par exemple.

Dans la plupart des analyses qui en mesurent l'emprise, la valeur actionnariale reste cependant, pour l'essentiel, cantonnée aux très grandes entreprises. A l'instar de ce qui a été montré dans d'autres secteurs, comme le secteur bancaire (Mikes, 2009 ; Baud et Chiappello, 2015), nous soutenons que les dispositifs de régulation sont de puissants canaux d'extension de ces logiques à des entreprises beaucoup plus petites qui, sans ces régulations, les auraient ignorées. Solvabilité II intervient donc comme un mécanisme d'extension et de généralisation de la valeur actionnariale à l'ensemble du secteur assurantiel.

Le retour de l'actionnaire

En 1932, Adolf Berle et Gardiner Means publiait *The modern corporation and private property* qui soulignait que les firmes américaines étaient désormais à ce point gigantesques que la propriété y était désormais distincte du contrôle –

l'actionnaire, autrement dit, n'y prenait plus les décisions (du moins plus directement), il en délégait le pouvoir aux managers (Berle et Means, 1932). La date de publication de l'ouvrage n'a rien de fortuit : précédé de plusieurs ouvrages qui constatent la même évolution pour s'en féliciter ou pour s'en plaindre (Bornier, 1987, p. 1171), le livre de Berle et Means, promis à devenir un classique de la littérature managériale, intervenait après plusieurs décennies d'affrontement entre les managers – pour beaucoup issus des toutes nouvelles écoles de *business* attachées aux grandes universités américaines – et les actionnaires, dont ils se sont attachés à diluer le pouvoir. Cet affrontement, que les travaux de Lamoreaux (1985) et d'O'Sullivan (2000) permettent de reconstituer, engendre un *statu quo* qui durera un demi-siècle, sans doute moins fonctionnel et plus précaire que ce que laissent penser les travaux de Chandler (1988), sans doute davantage fondé sur des équilibres instables et des luttes politiques (Freeland, 2001) – mais où, sans aucun doute, l'actionnaire est davantage en retrait et dans la prise de décision, et dans le partage de la valeur. Si l'on épouse le regard rétrospectif de Lazonick (2009), c'est dans les années 1980, qu'aux Etats-Unis l'actionnaire retrouve une part au moins de son emprise sur la marche de l'entreprise : alors que dans les années 1960 et 1970, le rendement annuel des entreprises du Fortune 500 était, respectivement, de 6,6% et de -1,6%, il s'établit, dans les années 1980 et 1990, à 11,7%, puis 15%. Cette rentabilité constitue le symptôme évident que, dans la marche de l'entreprise, les intérêts de l'actionnaire occupent une place beaucoup plus importante que ce n'était le cas depuis les années 1930.

Comment expliquer que les actionnaires, longtemps peu en prise avec la marche des firmes qu'ils possèdent, parviennent désormais à y faire prévaloir leurs intérêts ? Si l'on suit l'explication qu'en donne Useem (1996), ce pouvoir renouvelé des actionnaires correspond à une transformation de leur nature et, surtout, de leur taille. Useem rappelle que les actionnaires des entreprises états-uniennes, depuis la fin de la seconde guerre mondiale au moins, sont avant tout leurs salariés : dans un pays où la retraite des salariés dépend de leur capacité à accumuler une épargne et à la faire fructifier, les salariés américains sont les premiers actionnaires des entreprises qui les emploient – il n'est d'ailleurs pas rare qu'un salarié ne diversifie pas son portefeuille d'actions, et possède avant tout, sinon exclusivement, l'entreprise qui le paie. L'actionnariat des entreprises est donc distribué sur un très grand nombre d'individus, peu informés, se voyant souvent comme peu compétents pour contredire la stratégie décidée par les dirigeants de l'entreprise, et de toutes façons impuissants à se faire entendre. Sur la base d'initiatives éparées dans un premier temps, puis de l'obligation qui est faite aux employeurs d'en proposer la possibilité à leurs

salariés, se développent des acteurs dont le métier est de collecter l'épargne des salariés et de la faire fructifier : les fonds de pension, qui s'imposent progressivement comme des investisseurs institutionnels particulièrement puissants. Le capital des grandes entreprises états-uniennes est toujours, ultimement, dans les mains des salariés, mais leur épargne est désormais gérée par des acteurs moins nombreux, mieux informés, plus compétents – davantage capables, en un mot, d'imposer leur vue aux managers qu'ils nomment et qu'ils contrôlent désormais beaucoup plus étroitement.

La restauration du pouvoir des actionnaires s'accompagne d'une série de transformations au sein des firmes qu'ils dominent. Le compromis qui s'établit entre les actionnaires et les managers est redéfini : les dirigeants exécutifs voient leur rémunération s'apprécier de manière spectaculaire, en épousant une forme telle (les *stock options*) que leurs intérêts convergent désormais avec des actionnaires qu'ils avaient contredit des décennies durant (Lazonick, 2009). Le retour au premier plan de la figure actionnariale engage également des conséquences importantes pour les salariés, et notamment une baisse de la présence syndicale et un repli des négociations collectives qui accompagnent une modération salariale, une instabilité croissante des conditions d'emploi et un recours aux licenciements même lorsque les entreprises dégagent des profits substantiels – alors même qu'à moyen terme, les baisses d'effectifs n'accroissent pas la profitabilité des entreprises qui s'y adonnent (Fligstein et Shin, 2008).

Le retour de l'actionnaire ne se joue pas uniquement sur la scène états-unienne : il est aussi à l'œuvre dans d'autres grandes économies occidentales, et notamment en Europe. En France, par exemple, la part des dividendes dans les résultats nets des entreprises du SBF120 (qui correspondent aux 120 principales entreprises cotées à la bourse de Paris) passe de moins de 10% à plus de 40% entre la fin des années 1980 et la fin des années 2000 (François et Lemerrier, 2016). De la même manière, alors qu'en 1990 aucune des cent plus importantes entreprises allemandes ne faisait référence à la valeur actionnariale pour définir ses orientations stratégiques, elles sont près du tiers à le faire dix ans plus tard (Fiss et Zajac, 2004). Sans doute, les hausses de rémunération des dirigeants sont-elles moins impressionnantes en Europe qu'aux Etas-Unis (François et Lemerrier, 2017). Sans doute également peut-on établir que les conséquences, pour les salariés, sont davantage amorties en Europe continentale qu'elles ne le sont outre-Atlantique – en raison notamment d'une meilleure résistance des institutions syndicales et des formes instituées de relations professionnelles (Perraudin, Petit et Reberiou, 2008). Il n'en reste pas moins qu'en dépit des écarts qui s'y font jour, le partage de la valeur, au sein des grandes économies

occidentales, obéit à une logique partagée qui réserve une place plus importante aux actionnaires.

Comment expliquer que l'actionnaire s'impose dans des pays où le capitalisme s'est longtemps incarné dans des institutions et des pratiques profondément divergentes ? Une importante littérature d'économie financière a longtemps expliqué cette convergence en insistant sur l'interdépendance croissante de ces économies et sur les pressions concurrentielles qui en découlent : sur les marchés financiers, les entreprises qui souhaiteraient attirer les investisseurs devraient se conformer aux schémas dominants, *i.e.* états-uniens (Coffee, 1999 ; Rubach et Sebora, 1998). Ces pressions mimétiques, sans doute, ont pu jouer, mais les chemins qui permettent à l'actionnaire de revenir aux devants de la scène sont très fortement marqués par les idiosyncrasies des capitalismes nationaux. En France, par exemple, ce sont moins les actionnaires financiers qui imposent la valeur actionnariale, que les dirigeants exécutifs qui, lorsqu'ils sont passés par une institution ou par des fonctions financières, imposent un nouveau partage de la valeur (François et Lemercier, 2016). Et lorsque les actionnaires jouent un rôle décisif, ce n'est pas nécessairement de manière aussi mécanique que ce que laisserait présager le jeu des pressions concurrentielles. En Allemagne, ce sont ainsi les grandes banques nationales (la Dresdner Bank, la Commerzbank et la Deutsche Bank) qui, depuis de nombreuses décennies, entretiennent des liens très étroits avec les plus grandes entreprises industrielles, qui vont jouer un rôle décisif dans la diffusion de la valeur actionnariale : qu'elles résistent à ses principes, les entreprises qu'elles financent en seront préservées ; qu'elles les adoptent au contraire et elles les diffuseront très rapidement aux entreprises qu'elles financent (Fiss et Zajac, 2004). La diffusion de la valeur actionnariale, autrement dit, est médiée par les structures, souvent très anciennes, des capitalismes nationaux : en Allemagne, les formes de la banque-industrie propre au capitalisme rhénan, en France, le rôle déterminant d'élites dirigeantes d'une remarquable stabilité.

Généraliser la valeur actionnariale

Dans quelle mesure cette trajectoire des grandes entreprises occidentales a-t-elle à voir avec celle du secteur de l'assurance – et plus particulièrement avec Solvabilité II ? Les entreprises d'assurance ne sont certes pas étrangères à cette histoire, qui les traverse et les divise. On trouve au sein du secteur assurantiel certaines des entreprises européennes les plus en prise avec les logiques que nous

venons de décrire. Dès la fin des années 1990, le rapport d'activité d'Axa dresse ainsi le bilan de la « création de valeur pour l'actionnaire sur la période 1994-1999 », et précise qu'en cinq ans, « le bénéfice net par action (...) et le dividende ont connu une croissance annuelle moyenne de 18,6% et 18,9% ; la rentabilité des fonds propres moyens (...) a presque doublé pour s'établir à 13,4 % en 1999 (7,0 % en 1994) ; l'action AXA a enregistré sur la période 1994- 1999 une performance moyenne annuelle de 34,1 % (dividende réinvesti). »⁴. La même préoccupation actionnariale se retrouve chez Allianz qui, la même année, dresse en page deux de son rapport d'activité un bilan de la rentabilité pour l'actionnaire : on y apprend qu'entre 1997 et 1999, le dividende par action a crû de 29%, tandis que le cours de l'action s'est apprécié de 40%. Ces performances (celles d'Axa comme celles d'Allianz) sont comparées à celles des indices boursiers généraux (Dow Jones EURO STOXX 50) ou sectoriels (Dow Jones EURO STOXX insurance), témoignant de l'assimilation, par ces entreprises, des principes fondamentaux du raisonnement actionnarial : l'entreprise est un actif, l'opportunité d'y investir doit être replacé dans un horizon de comparaison qui permette de faciliter les arbitrages des investisseurs (Lordon, 2000). Autrement dit, dès la fin des années 1990, la valeur actionnariale est au cœur de la stratégie des plus grands groupes d'assurance européens, comme elle l'est des plus grands groupes bancaires, énergétiques, industriels ou commerciaux.

Mais qu'en est-il de ce tissu composite, extrêmement fragmenté, de petites entreprises qui composent le reste du secteur ? Les travaux qui portent sur la diffusion actionnariale sont en effet concentrés sur les plus grosses entreprises – celles qui rassemblent le plus de salariés, qui concentrent la plus grande part de la production, qui créent le plus de valeur ajoutée. Or, ces très grosses entreprises ne sont pas le tout du capitalisme : à côté d'elles, et en en constituant des marges parfois considérables, subsistent de très nombreuses entreprises certes moins visibles et moins puissantes, souvent moins profitables, mais dont les orientations stratégiques les écartent souvent de l'irrésistible convergence actionnariale que décrit, en les oubliant, la littérature sur la *shareholder value*. Dans l'enquête REPONSE de 2017, près de la moitié des établissements interrogés déclarent ainsi poursuivre prioritairement des objectifs qui ne relèvent ni de la rentabilité ni de la croissance des parts de marché, mais, par exemple, du respect d'un budget ou de la nécessité de contenir des coûts salariaux. Et parmi les établissements dont les objectifs sont avant tout budgétaires, ceux qui appartiennent à des entreprises de petite taille ou à des entreprises non cotées sont surreprésentés.

⁴ *Rapport d'activité Axa*, p. 16.

Le secteur assurantiel ne fait pas exception. Sans doute, depuis vingt ans, les toutes petites structures se concentrent pour tenter de constituer des firmes de taille plus importantes, mais le secteur assurantiel demeure encore très fragmenté. De ces entreprises de petite taille, les considérations actionnariales étaient encore, jusqu'à une date récente, fort éloignées – et ce particulièrement en France, où plus de la moitié des entreprises d'assurance ne sont pas organisées suivant une structure capitaliste. Et c'est ici, précisément, qu'intervient Solvabilité II. L'une des principales thèses qu'entend défendre cet ouvrage est en effet qu'*en définissant de nouveaux standards prudentiels, Solvabilité II impose aux entreprises de nouveaux modes de gestion qui diffusent à toutes les entreprises du secteur des logiques qui relèvent de la valeur actionnariale*. Dans le chapitre 4 de l'ouvrage, S. Frezal explique ainsi que l'un des principaux mouvements qu'effectue Solvabilité II, par rapport à Solvabilité I, peut se lire comme une nouvelle hiérarchisation de ses objectifs. Le premier enjeu n'est plus, en dépit des déclarations d'intention, de veiller aux intérêts des assurés mais d'offrir aux dirigeants et aux analystes financiers une grille d'analyse partagée, centrée sur le pilotage de la valeur pour l'actionnaire. Dans les choix qu'effectue Solvabilité II et les mouvements qu'impulse le nouveau dispositif prudentiel, la création d'un marché européen des portefeuilles d'assurance apparaît comme le critère prioritaire, et la protection des assurés devient un objectif subordonné. La question de savoir si cette conséquence de Solvabilité II correspond à une stratégie délibérée de ses promoteurs ou à un effet induit et non anticipé sera évidemment posée, en particulier dans les chapitres 4 à 9 qui en reconstituent la genèse. Mais, quoiqu'il en soit, Solvabilité II fonctionne comme un puissant dispositif de diffusion des logiques actionnariales à des acteurs économiques qui, jusque-là, en avaient été préservées.

3. LA CRISE ET SES EFFETS

Les mouvements que nous venons de décrire sont bien antérieurs à la crise. La crise de 2008, sans précédent depuis les années 1930, a-t-elle provoqué une révision en profondeur des règles du jeu qui s'imposent aux acteurs financiers ? On se souvient que la crise de 1929 s'était traduite, en matière financière, par une reprise en main très dure du régulateur, et plus généralement en matière de politique économique, par un changement de paradigme (Hall, 1986, 1989). En dépit d'inflexions notables, la crise de 2008 n'a pas eu de conséquences comparables. Certains ont certes pu soutenir qu'elle avait engendré un véritable « changement de paradigme » dans l'approche des régulations financières, avec

la mise en place d'un nouveau cadre de pensée, dit de « régulation macro-prudentielle » (Baker, 2013 ; Clement, 2010). Si l'on parle de changement de paradigme, c'est pour souligner que ce qui change, ce ne sont pas, sur tel ou tel point, telle ou telle disposition, mais bien la manière dont autorités conçoivent leur rôle. En l'occurrence, la régulation macro-prudentielle consiste à donner aux Etats et aux autorités non plus le rôle de faire face aux crises après qu'elles sont survenus, mais de les détecter et de les prévenir.

Du traitement à la prévention : au-delà de cette caractérisation sommaire, il semble cependant que le contenu de ce « nouveau paradigme » soit malaisé à repérer. La notion qui en occupe le centre (c'est le « risque systémique » qu'il s'agit de prévenir) ne fait pas l'objet d'une définition claire ou consensuelle (Kaufman et Scott, 2003, p. 372 ; Clement, 2010) et la brume qui entoure la notion est telle que tout peut désormais faire l'objet d'une « régulation macro-prudentielle ». Le caractère non-coercitif des dispositifs qui accompagnent cette transformation en limite par ailleurs la portée : le « Comité européen du risque systémique », censé incarné au niveau européen ce « changement de paradigme », n'a par exemple pas d'autorité directe, il ne dispose que d'un pouvoir de recommandation (Hennessy, 2014). Des différents déplacements opérés au sein de l'Union européenne au nom de la nouvelle régulation macro-prudentielle, le plus tangible semble être le déplacement au niveau européen des activités de régulation et de supervision (dont l'Union bancaire, qui impose à l'échelle continentale, un règlement unique, un dispositif de surveillance partagé rattaché à la BCE, et un seul mécanisme de résolution), constitue une sorte de déclinaison paradigmatique. Nous rencontrerons d'ailleurs ce déplacement dans l'histoire de la définition de Solvabilité II, où il joue un rôle qui n'a *a priori* rien de spectaculaire mais qui en a cependant infléchi le cours⁵.

S'il semble par conséquent hasardeux de soutenir que la crise aurait provoqué une révision complète des cadres de pensée permettant de concevoir les régulations financières, soutenir qu'elle n'aurait eu aucun effet serait sans aucun doute tout aussi excessif (voir, sur ce point, (Jackson et Dyson, 2012). Aux Etats-Unis, la loi Dodd-Frank a ainsi entrepris de renforcer le pouvoir des agences existantes, et notamment de la SEC, et elle a créé de nouvelles agences de réglementation et de supervision (le *Financial stability oversight council*, l'*Office of financial research* et le *Bureau of consumer financial protection*). Des institutions financières qui, jusque-là, mettaient en œuvre des opérations bancaires sans être formellement enregistrées comme des banques, sont désormais supervisées par la réserve fédérale. Sans revenir aux termes du Glass-Steagal Act qui imposait

⁵ Cf. en particulier Chapitre 9.

une séparation stricte des banques de détail et des banques d'investissement, les « entités bancaires » (qui incluent les banques, les assurances et les entreprises contrôlant les assurances) ne peuvent plus détenir plus de 3% du capital d'un fond d'investissement. Les exigences de capital imposées aux acteurs intervenant pour des montants importants de certains produits dérivés de gré à gré sont elles aussi plus élevées, tandis que les règles précisant les modalités d'échange de certains de ses produits sont davantage sécurisées (centralisation dans les chambres de compensation, dépôt de contreparties dans un compte de marge, etc.).

En Europe, la crise n'est pas non plus restée sans effet. En 2004 était ainsi adoptée la directive MiFID (*Markets in financial instrument directives*) qui visait à développer les opérations financières transfrontières en Europe, et à accroître la concurrence entre les places boursières en favorisant la multiplication des lieux d'exécution des ordres (Moloney, 2012) : elle visait plus précisément à accroître la concurrence entre différents dispositifs d'échange des titres (les marchés réglementés, les plateformes parallèles de négociation, les échanges de gré à gré) afin de faire baisser les coûts de transaction. Deux ans plus tard, le bilan qui peut en être tiré est plus que réservé : les coûts de transaction n'ont pas systématiquement diminué, la liquidité moyenne des différents marchés s'est réduite, la multiplication des dispositifs d'échange a détérioré la qualité de l'information (Hautœur, Lagneau-Ymonet et Riva, 2010). A ces conséquences négatives viennent par ailleurs s'ajouter les difficultés directement imputables à la crise, qui touchent par exemple certains produits (les produits dérivés au premier chef), certaines modalités d'arbitrage (le *trading* haute fréquence), certains dispositifs d'appariement (les marchés de gré à gré). Très tôt après la crise, la Commission européenne s'engage dans la production d'une nouvelle directive qui vise, notamment, à mettre en œuvre les recommandations du G20 de Pittsburgh de 2009. Comme la loi Dodd-Frank, la directive MiFID II touche un très grand nombre de sujets : la prolifération de textes qu'elle recouvre fait dire à un représentant de l'association des banques luxembourgeoises qu'elle constitue « une tâche que même Hercule dans ses bons jours n'oserait entreprendre »⁶, d'autres commentateurs parlant quant à eux de « Béhémoth » (Moloney, 2012). Elle revient sur certaines dispositions adoptées avant la crise : elle renforce par exemple l'encadrement des rémunérations, et régule le recours au *trading* haute fréquence. Elle vise par ailleurs à améliorer la transparence de certaines transactions, en étendant les exigences de transparence prévues par MiFID I à de très nombreux produits financiers. Autrement dit, l'enjeu de la

⁶ Cité in « MiFID II : les six clés d'une réforme qui bouleverse les marchés financiers », *Les échos*, 3 Janvier 2018.

nouvelle directive est, explicitement – sur certains points au moins – à prendre le contrepied des dispositifs qui avaient été mis en place quelques années plus tôt. En Europe comme aux Etats-Unis, sur certains segments au moins des activités financières, la crise n'est donc pas restée sans conséquence : dans des délais très brefs, les régulateurs sont intervenus pour infléchir les règles du jeu financier.

L'ampleur de ces inflexions, toutefois, ne doit pas être surestimée. Souvent, en effet, ces différentes dispositions sont en effet moins spectaculaires lorsque l'on passe des déclarations générales aux modalités de mise en œuvre. Dans le cas des régulations censées désormais s'imposer au *shadow banking*, Thiemann (2018) montre qu'en dépit des critiques qui lui sont adressées, et même si de nouvelles propositions censées la refondre en profondeur ont pu être avancées, les actions concrètes de re-régulation du secteur n'ont pas été mises en œuvre, dix ans après la crise. De même, les inflexions imposées par la Loi Dodd-Frank ont été au moins partiellement remises en cause par l'administration Trump – dès Février 2017, *i.e.* moins de deux mois après son entrée en fonction, le président états-unien signe deux décrets qui en assouplissent les dispositions, tandis qu'en Mai 2017 le Congrès américain adopte une loi qui permet de revenir sur certaines des exigences qu'elle pouvait imposer, aux banques notamment.

Si le vocabulaire du « changement de paradigme » est inadéquat pour saisir les conséquences de la crise en matière de régulation, c'est aussi parce que ces conséquences diffèrent sensiblement selon les espaces (les conséquences tirées de la crise ne sont pas de même nature des deux côtés de l'Atlantique) et les segments du monde financier. On peut, pour s'en convaincre, rapprocher le destin de deux régulations européennes, celle qui touche les produits financiers, avec le passage de MiFID I à MiFID II, et celle qui touche le secteur assurantiel. Dans le premier cas, on vient de l'évoquer, une vraie rupture se fait jour, alors que dans le second, c'est la continuité qui prévaut. La négociation de Solvabilité II se déploie en effet de part et d'autre de la crise de 2008 : son lancement est décidé en 1999, son adoption définitive intervient courant 2013. La faillite de Lehmann en Septembre 2008 a perturbé le dispositif mais il ne l'a pas interrompu et il n'en a pas redéfini les options fondamentales. A l'été 2009 la directive est adoptée sans que les principes qui la fondent – au cœur, pourtant, de la machinerie qui a mené à l'effondrement de 2007-2008 – soient remis en cause. Après 2009 les discussions qui s'engagent pour préciser les modalités de mise en œuvre de la directive prennent vite un tour extrêmement chaotique, au point d'imposer la négociation d'une deuxième directive, Omnibus II. Omnibus II, cependant, ne va pas remettre en cause les fondements tectoniques de Solvabilité II : les négociateurs européens vont proposer des aménagements, identifier des

dispositifs permettant d'amortir le coût de certaines mesures ou d'allonger les délais de leur mise en œuvre. A l'issue de la négociation, ces différents dispositifs ont considérablement complexifié le dispositif – mais ils n'ont pas remis en cause ses éléments fondamentaux, dont ils garantissent au contraire le maintien. Dans le cas de Solvabilité II, soutenons-nous dans cet ouvrage, la crise a ébranlé le dispositif prudentiel en construction, elle a provoqué la démultiplication des verrues et des contreforts qui s'y ajoutent, mais elle n'en a pas remis en cause les fondations. Les conséquences de la crise sont ici très différentes de celles qui ont prévalu dans le cas de MiFID : ici, la crise ne provoque pas, comme dans les années 1930, une révolution copernicienne, mais des aménagements, qui ne remettent pas en cause la prégnance, au cœur des dispositifs prudentiels, des outils directement empruntés à la théorie financière.

La financiarisation constitue l'une des lignes de force qui structurent la transformation du capitalisme contemporain. Polymorphe, ce mouvement affecte les entreprises, sans toutefois s'y réduire : au sein de ce segment du monde économique et, plus particulièrement, au sein du secteur financier, la financiarisation désigne à la fois un déplacement des règles du jeu, et un changement dans les rapports de force entre les différentes parties prenantes des entreprises. A l'échelle du secteur assurantiel, Solvabilité II en constitue à la fois un symptôme et une cause, tant dans les outils qu'elle mobilise, qui reposent sur les développements les plus récents et les plus radicaux de la théorie financière, que dans les objectifs qu'elle poursuit, qui correspondent davantage à la défense des intérêts des actionnaires qu'à la protection des assurés.

Bibliographie

Andersen H., 2011, « Procyclical implications of Basel II: Can the cyclicity of capital requirements be contained? », *Journal of Financial Stability*, 7, 3, p. 138-154.

Baker A., 2013, « The New Political Economy of the Macroprudential Ideational Shift », *New Political Economy*, 18, 1, p. 112-139.

Baud C., 2013, *Le crédit sous Bâle II - un dispositif néolibéral de financiarisation en pratiques*, Thèse de doctorat, HEC, 606 p.

- Baud C., Chiappello E., 2015, « Comment les firmes se financiarisent. Sous le marché, les règles ? Le cas de la financiarisation du crédit bancaire », *Revue française de sociologie*, 56, 3, p. 439-468.
- Berle A., Means G.C. 1932 *The modern corporation and private property*, New York, Macmillan.
- Besedovsky N., 2018, « Financialization as calculative practice: the rise of structured finance and the cultural and calculative transformation of credit rating agencies », *Socio-Economic Review*, 16, 1, p. 61-84.
- Bornier J.M. de, 1987, « Propriété et contrôle dans la grande entreprise. Une relecture de Berle et Means », *Revue économique*, 38, 6, p. 1171-1190.
- Callaghan H., Höpner M., 2005, « European Integration and the Clash of Capitalisms: Political Cleavages over Takeover Liberalization », *Comparative European Politics*, 3, 3, p. 307-332.
- Carruthers B.G., 2015, « Financialization and the institutional foundations of the new capitalism », *Socio-Economic Review*, 13, 2, p. 379-398.
- Chandler A.D. 1988 *La main visible des managers : une analyse historique*, Paris, Economica, 635 p.
- Chiappello E., 2015, « Financialisation of Valuation », *Human Studies*, 38, 1, p. 13-35.
- Clement P., 2010, « The term “macroprudential”: origins and evolution », *BIS Quarterly Review*, p. 59-67.
- Coffee J.C., 1999, « The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications », SSRN Scholarly Paper, ID 142833, Rochester, NY, Social Science Research Network.
- Davis G.F. 2009 *Managed by the markets. How finance re-shaped America*, Oxford, Oxford university press, 320 p.
- Davis G.F., Diekmann K.A., Tinsley C.H., 1994, « The decline and fall of the conglomerate firm in the 1980s: the deinstitutionalization of an organizational form », *American sociological review*, 59, 4, p. 547-570.
- Davis G.F., Kim S., 2015, « Financialization of the Economy », *Annual Review of Sociology*, 41, 1, p. 203-221.
- Davis G.F., Mizruchi M.S., 1999, « The money center cannot hold: commercial banks in the U.S. system of corporate governance », *Administrative science quarterly*, 44, 2, p. 215-239.
- Denord F., Schwartz A., 2010, « L'économie (très) politique du traité de Rome », *Politix*, n° 89, 1, p. 35-56.

- Fiss P.C., Zajac E.J., 2004, « The diffusion of ideas over contested terrain: the (non)adoption of a shareholder value among German firms », *Administrative science quarterly*, 49, 4, p. 501-534.
- Fligstein N., Shin T.-J., 2008, « Valeur actionnariale et transformation des industries américaines (1984-2000) », dans LORDON F. (dir.), *Conflits et pouvoirs dans les institutions du capitalisme*, Paris, Presses de sciences po, p. 250-301.
- François P., Lemerrier C., 2016, « Une financiarisation à la française (1979-2009). Mutations des grandes entreprises et conversion des élites », *Revue française de sociologie*, 57, 2, p. 269-320.
- François P., Lemerrier C., 2017, « Elites économiques : à qui profite la financiarisation ? », *Pouvoirs*, 161, p. 85-97.
- Freeland R.F. 2001 *The struggle for control of the modern corporation. Organizational change at General Motors, 1925-1970*, New York, Cambridge university press, 364 p.
- Gamble A. 2009 *The Spectre at the Feast. Capital Crisis and the Politics of Recession*, Londres, Palgrave MacMillan, 208 p.
- Hall P. 1986 *Governing the Economy: The Politics of State Intervention in Britain and France*, Oxford, Oxford University Press.
- Hall P. 1989 *The political power of economic ideas. Keynesianism across nations*, Princeton, Princeton university press.
- Hautcoeur P.-C. 2007 *Le marché financier français au XIXe siècle*, Paris, Publications de la Sorbonne.
- Hautcoeur P.-C., Lagneau-Ymonet P., Riva A., 2010, « L'information boursière comme bien public. Enjeux et perspectives de la révision de la directive européenne « Marchés d'instruments financiers » », *Revue d'économie financière*, 98, 3, p. 297-315.
- Hennessy A., 2014, « Redesigning financial supervision in the European Union (2009–2013) », *Journal of European Public Policy*, 21, 2, p. 151-168.
- Jackson A., Dyson B. 2012 *Modernising Money*, London, Positive Money, 336 p.
- Kaufman G.G., Scott K.E., 2003, « What Is Systemic Risk, and Do Bank Regulators Retard or Contribute to It? », *The independent review*, VII, 3, p. 371-391.
- Lagneau-Ymonet P., Riva A. 2012 *Histoire de la Bourse*, Paris, La découverte, 128 p.
- Lamoreaux N. 1985 *The great merger movement in American business, 1895-1904*, New York, Cambridge university press, 208 p.
- Lazonick W., 2009, « The explosion of executive pay and the erosion of american prosperity », *Entreprises et histoire*, 57, 4, p. 141-164.

- Lengwiler M., 2016, « Risky calculations: financial mathematics and securitization since the 1970s », *Historical Social Research*, 41, 2, p. 258-279.
- Lordon F., 2000, « La “création de valeur” comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la “valeur actionnariale” », *Année de la régulation*, 4, p. 117-165.
- Margairaz M. 1991 *L'Etat, les finances et l'économie. Histoire d'une conversion, 1932-1952*, Paris, CHEF.
- Margairaz M., Dard O., 2005, « Le service public, l'économie, la république 1880-1960. Numéro spécial », *Revue d'histoire moderne et contemporaine*, 52, 3.
- McKenzie D., Millo Y., 2003, « Constructing a market: the historical sociology of a financial derivatives exchange », *American journal of sociology*, 109, 1, p. 107-145.
- Michie R.C. 1999 *The London Stock Exchange. A history*, Oxford, Oxford university press.
- Mikes A., 2009, « Risk management and calculative cultures », *Management Accounting Research*, 20, 1, p. 18-40.
- Mizruchi M.S. 2013 *The fracturing of the american corporate elite*, Cambridge, Harvard university press, 384 p.
- Moloney N., 2012, « Financial services and markets », dans BALDWIN R., CAVE M., LODGE M. (dirs.), *The Oxford handbook of regulation*, Oxford, Oxford university press.
- Mügge D., 2006, « Reordering the Marketplace: Competition Politics in European Finance* », *JCMS: Journal of Common Market Studies*, 44, 5, p. 991-1022.
- Mügge D., 2011, « From Pragmatism to Dogmatism: European Union Governance, Policy Paradigms and Financial Meltdown », *New Political Economy*, 16, 2, p. 185-206.
- Muniesa F., 2005, « Contenir le marché : la transition de la criée à la cotation électronique à la Bourse de Paris », *Sociologie du Travail*, 47, 4, p. 485-501.
- O'Sullivan M. 2000 *Contests for corporate control. Corporate governance and economic performance in the United States and Germany*, New York, Oxford university press.
- Perraudin C., Petit H., Rebérioux A., 2008, « The stock market and human resources management: evidence from a survey of French establishment », *Recherches économiques de Louvain*, 74, 4-5, p. 541-586.
- Quaglia L., 2011, « The politics of insurance regulation and supervision reform in the European Union », *Comparative european politics*, 9, 1, p. 100-122.
- Quennouëlle-Corre L. 2000 *La direction du Trésor 1947-1967. L'Etat-banquier et la croissance*, Paris, CHEF.

- Quennouëlle-Corre L., 2005, « The State, banks and financing of investment in France from WWII to the 1970s », *Financial history review*, 12, 1, p. 63-86.
- Roe M.J. 1994 *Strong Managers, Weak Owners. The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton, Princeton university press.
- Rubach M.J., Seborá T.C., 1998, « Comparative corporate governance: Competitive implications of an emerging convergence », *Journal of World Business*, 33, 2, p. 167-184.
- Story J., Walter I. 1997 *Political Economy of Financial Integration in Europe. The battle of the systems*, Cambridge, MIT Press, 351 p.
- Thiemann M. 2018 *The Growth of Shadow Banking*, Cambridge, Cambridge university press.
- Underhill G.R.D., Zhang X., 2008, « Setting the rules. Private power, political underpinnings, and legitimacy in global monetary and financial governance », *International affairs*, 84, 3, p. 535-554.
- Useem M. 1996 *Investor capitalism. How money managers are changing the face of corporate America*, New York, Basic books, 332 p.
- Vasicek O., 1987, « Probability of Loss on Loan Portfolio », *Working paper, NKV corporation*, p. 6.
- Zimmermann H., 2010, « Varieties of global financial governance? British and German approaches to financial market regulation », *Global Finance in Crisis*.
- Zwan N. van der, 2014, « Making sense of financialization », *Socio-Economic Review*, 12, 1, p. 99-129.

PARI

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

PARI, placé sous l'égide de la Fondation Institut Europlace de Finance en partenariat avec l'ENSAE/Excess et Sciences Po, a une double mission de recherche et de diffusion de connaissances.

Elle s'intéresse aux évolutions du secteur de l'assurance qui fait face à une série de ruptures : financière, réglementaire, technologique. Dans ce nouvel environnement, nos anciens outils d'appréhension des risques seront bientôt obsolètes. PARI a ainsi pour objectifs d'identifier leur champ de pertinence et de comprendre leur émergence et leur utilisation.

L'impact de ses travaux se concentre sur trois champs :

- les politiques de régulation prudentielle dans un contexte où Solvabilité 2 bouleverse les mesures de solvabilité et de rentabilité (fin du premier cycle de la chaire);
- les solutions d'assurance, à l'heure où le big data déplace l'assureur vers un rôle préventif, créant des attentes de personnalisation des tarifs et de conseil individualisé ;
- les technologies de data science appliquées à l'assurance, modifiant la conception, l'appréhension et la gestion des risques.

Dans ce cadre, la chaire PARI bénéficie de ressources apportées par Addactis, la CCR, Generali, Groupama, la MGEN et Thélem.

Elle est co-portée par **Pierre François**, chercheur au CNRS, doyen de l'Ecole Doctorale de Sciences Po et **Laurence Barry**, chercheur à Datastorm, la filiale de valorisation de la recherche de l'ENSAE.

PARTENAIRES

