

# Directive Solvabilité 2 : la réglementation est-elle écologique ?

**Christian Walter**, *actuaire agrégé, docteur en sciences économiques, chercheur associé au Centre de philosophie contemporaine de la Sorbonne, cotitulaire de la chaire « Ethique et Finance » à la Fondation Maison des Sciences de l'Homme, professeur de finance à la Kedge Business School*

**L**A COMMISSION EUROPÉENNE A MIS EN PLACE en 2017 un groupe d'experts de haut niveau (HLEG) pour définir un plan d'action stratégique préparant la transition verte de la finance européenne. Ce groupe a rendu un rapport final en 2018, contenant une série de recommandations concrètes qui ont débouché sur le plan d'action européen pour la finance durable, un plan qui a pour objectif d'accrocher le secteur financier aux enjeux de durabilité. Comme l'a souligné le groupe d'experts, « *la durabilité ne peut se développer dans un contexte où les investissements sont dominés par des considérations à court terme* ». Dans ce contexte, une révision de Solvabilité 2 est en cours.

A cette occasion, il semble intéressant d'attirer l'attention sur un point aveugle du mouvement en direction du vert et durable, non abordé dans les réflexions normatives destinées à façonner une nouvelle finance qui soit écologique. Ce point concerne la réglementation. On peut le formuler de la manière suivante. La réglementation est-elle écologique ? Ou encore, pour le dire différemment, à l'heure où tout doit être « socialement responsable » (ISR, RSE, etc.), la réglementation elle-même est-elle socialement responsable ? Pour le dire encore autrement, serait-il possible que la réglementation devienne la cause d'accidents écologiques, en raison d'une mauvaise conception des normes et d'une mauvaise représentation des incertitudes environnementales et climatiques ?

Dans une note technique, nous suggérons que la réponse est positive et qu'il peut exister ce qui a été qualifié de « *risque de réglementation* » (1), un risque créé par la réglementation elle-même. Cette analyse montre que l'apparition d'un court-termisme peut être créée par des règles mal conçues, qui prennent à rebours l'objectif de durabilité. Dans le cas de la directive Solvabilité 2, le principe de l'évaluation au prix de marché des actifs et des passifs, qui représente le fondement conceptuel de cette directive, peut produire du court-termisme.

Pourquoi ? A cause de ce qu'on appelle le « principe de continuité », dont l'économiste Alfred Marshall avait dit en 1890 et prédit qu'il serait la



«  
LE PRINCIPE DE  
CONTINUITÉ  
TRANSPORTE UNE  
COMPRÉHENSION  
DES RISQUES  
QUI EMPÊCHE  
DE PENSER LA  
SURPRISE  
»

pierre d'angle de l'économie du XX<sup>e</sup> siècle dont la finance dite « moderne » est issue. Ce principe se résume par la célèbre phrase du mathématicien et philosophe Leibniz, « *Natura non facit saltus* », qui signifie « *la nature ne fait pas de sauts* » : le changement est continu. La continuité des variations boursières assure l'existence d'une valeur dans les modèles de prix et fonde l'évaluation au prix de marché. Ainsi, la directive Solvabilité 2 s'appuie sur le principe de continuité et valide la prédiction de Marshall.

Le problème est que le principe de continuité transporte une compréhension des risques qui empêche de penser la surprise. Or les risques environnementaux ou climatiques nécessitent des modélisations ou des perspectives qui fassent droit à ce qui, fondamentalement, échappe à la continuité. L'absence de discontinuités dans les modèles usuels les détache de l'écologie, ce qui est une des causes des crises à répétition que connaît le secteur financier depuis le krach de 1987 jusqu'à la crise de 2008. Les modélisations des risques qui reposent sur le principe de continuité ne sont pas « durables ». Les choix de réglementations qui utilisent ce principe seront alors anti-écologiques. Dans la mesure où la directive Solvabilité 2 repose sur le principe de continuité, on doit poser la question de la compatibilité de l'état actuel de cette directive avec les objectifs de durabilité du plan européen 2030.

Dans son rapport de 2018, le HLEG avait demandé que l'on réfléchisse à « *la manière dont Solvabilité 2 pourrait être adaptée pour faciliter davantage les investissements à long terme tout en maintenant une forte nature basée sur le risque* ». Nous répondons ici : en mettant en œuvre une modélisation des risques qui supprime le principe de continuité partout où il se trouve dans les contenus techniques de Solvabilité 2. Et finalement, la question serait donc : Solvabilité 2 est-elle anti-écologique ? (2) ■

(1) Olivier Le Courtois, Jacques Lévy-Véhel, Christian Walter, « *Regulation risk* », North American Actuarial Journal, vol. 24 (3), 2020.

(2) Une version plus détaillée de cette idée est disponible sur [www.af2i.org/](http://www.af2i.org/)