

## Économie bancaire et financière

# Chapitre 8 : Structure financière

Olivier Loisel

ENSAE

Janvier – Mars 2024

## But du chapitre

- Les parties I et II du cours (chapitres 2-7) se sont intéressées aux prix sur les marchés financiers – marchés des obligations, des actions, et des changes (**finance directe**).
- La partie III du cours (chapitres 8-10) s'intéresse au comportement des **institutions bancaires et financières** qui jouent le rôle d'intermédiaires financiers (**finance indirecte**) : banques, compagnies d'assurance, fonds de pension, fonds d'investissement, etc.
- Ce chapitre (chapitre 8) cherche à expliquer comment la **structure financière** est organisée en vue de favoriser l'**efficacité économique**, c'est-à-dire de garantir que le transfert d'épargne s'effectue bien au profit d'investissements productifs plutôt que de projets inefficaces.
- Il met notamment l'accent sur les **problèmes d'asymétrie d'information (anti-sélection et aléa moral)** susceptibles d'expliquer une bonne part des faits stylisés de la structure financière.

# Plan du chapitre

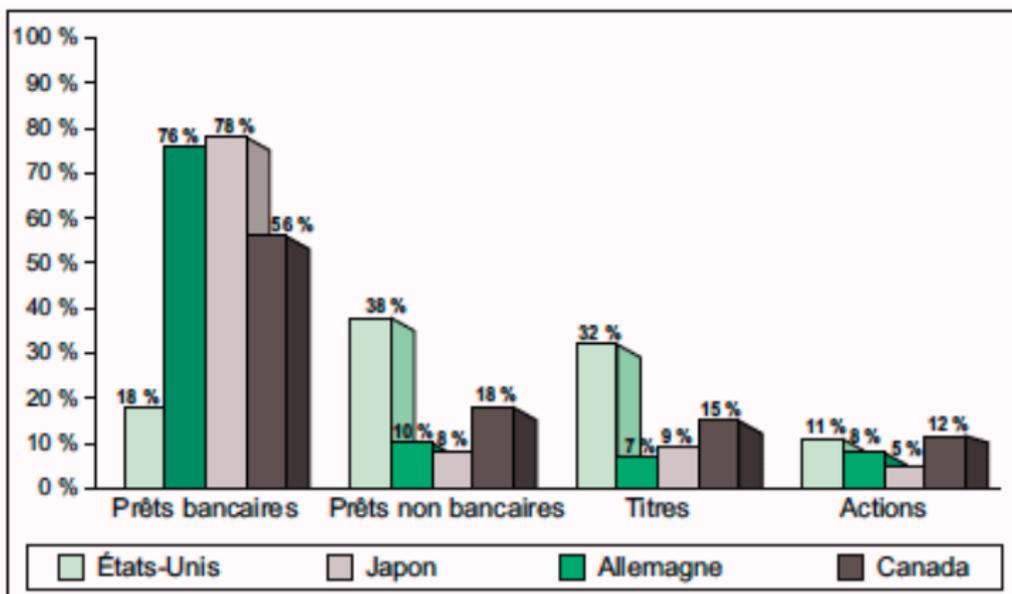
- 1 Introduction
- 2 Faits stylisés et explications
- 3 Anti-sélection
- 4 Aléa moral
- 5 Bilan

# Faits stylisés et explications

- 1 Introduction
- 2 Faits stylisés et explications
- 3 Anti-sélection
- 4 Aléa moral
- 5 Bilan

## Sources de financement externe des entreprises non fin.

Moyennes des flux bruts annuels en pourcentage du total des financements externes (crédits inter-entreprises exclus) sur la période 1970-2000 dans quatre pays



Source : Mishkin et al. (2010).

## Huit faits stylisés I

- 1 Les actions ne sont pas la source de financement externe la plus importante des entreprises non financières.**  
↔ Exemple : elles ne représentent que 11% de leur financement externe aux États-Unis entre 1970 et 2000.
- 2 L'émission de titres de dette et d'actions n'est pas la source principale de financement externe des entreprises non financières.**  
↔ Exemple : elles ne représentent que 43% de leur financement externe aux États-Unis entre 1970 et 2000.
- 3 La finance indirecte est quantitativement nettement plus importante que la finance directe.**  
↔ Exemple : aux États-Unis entre 1970 et 2000, moins de 5% des titres et moins d'un tiers des actions sont détenus par les ménages, le reste étant détenu par des intermédiaires financiers, de sorte que la finance directe représente moins de 10% du financement externe des entreprises non fin.

## Huit faits stylisés II

- ④ **Les intermédiaires financiers, notamment les banques, sont la principale source de financement externe des entreprises non financières.**  
↪ Exemple : entre 1970 et 2000, leur financement externe provient des intermédiaires financiers à plus de 50% aux États-Unis et plus de 70% en Allemagne, au Canada et au Japon, et en particulier des banques à plus de 50% au Canada et plus de 70% en Allemagne et au Japon (mais seulement 18% aux États-Unis).
  
- ⑤ **Le secteur financier est un des secteurs économiques les plus strictement réglementés.**
  
- ⑥ **Le financement par titres concerne essentiellement de grandes entreprises solidement implantées.**

## Huit faits stylisés III

### 7 Les garanties sont essentielles dans les contrats de dette des ménages et des entreprises.

↔ La garantie (ou collatéral) est un bien de l'emprunteur revenant au prêteur en cas de non-remboursement de l'emprunteur, par exemple pour les ménages : l'automobile pour un "prêt auto" ou le bien immobilier pour un prêt immobilier. On parle d'**engagement garanti** ou de **dette sécurisée**.

### 8 Les contrats de dette sont souvent des documents complexes imposant des restrictions au comportement des emprunteurs.

↔ Exemple : obligation de contracter une assurance automobile pour un "prêt auto" ou une assurance habitation pour un prêt immobilier.

- Éléments d'explication de ces huit faits stylisés :
  - coûts de transaction,
  - partage du risque,
  - asymétrie d'information (anti-sélection et aléa moral).

## Coûts de transaction I

- **Coût de transaction** : temps et argent dépensés pour réaliser une transaction financière.
- Pour les petits épargnants et les petits emprunteurs, les coûts de transaction peuvent être prohibitifs (paiement d'un conseiller juridique et fiscal pour la rédaction du contrat de dette entre eux).
- Les intermédiaires financiers réduisent substantiellement ces coûts parce qu'ils détiennent le savoir-faire nécessaire et peuvent réaliser des **économies d'échelle** en l'utilisant pour un grand nombre d'opérations.
- De plus, les intermédiaires financiers fournissent à leurs clients des **services de liquidité** facilitant les transactions (cartes bancaires, chéquiers, etc).
- Les coûts de transaction peuvent donc inciter les petits épargnants et les petits emprunteurs à avoir recours à la finance indirecte plutôt qu'à la finance directe.

## Coûts de transaction II

- Pour l'achat d'actions ou d'obligations d'entreprises (même par le biais d'un ordre électronique), les **frais de courtage** représentent un pourcentage élevé de la transaction si le montant de cette transaction est faible.
- Ceci décourage les ménages à détenir des actifs financiers : par exemple, moins de la moitié des ménages américains détiennent des actifs financiers.
- Les **fonds collectifs d'investissement** (*mutual funds*) sont un exemple d'intermédiaire financier permettant d'exploiter les rendements d'échelle pour l'achat d'actions ou d'obligations.
- Une autre source d'économies d'échelle provient du coût des **équipements informatiques** utilisés par les institutions fin. pour réaliser les transactions.
- Enfin, les intermédiaires financiers peuvent développer une **fonction d'expertise** auprès de leurs clients, compte tenu de leur compétence due à leur spécialisation.

## Partage du risque

- Un autre avantage, pour un prêteur, de passer par un intermédiaire financier est de **réduire son exposition au risque**, c'est-à-dire l'incertitude entourant le rendement anticipé de son investissement.
- Les actifs détenus par les intermédiaires financiers sont typiquement plus risqués que leurs dettes (c'est ce qu'on appelle leur activité de **transformation**).
- En particulier, les dépôts de banques sont typiquement moins risqués que leurs prêts (notamment du fait de l'assurance des dépôts).
- Les intermédiaires financiers permettent aussi aux épargnants de **diversifier leur portefeuille d'actifs**, ce qui réduit le risque de ce portefeuille dès lors que le risque n'est pas parfaitement corrélé entre actifs (cette diversification étant coûteuse pour les épargnants en l'absence d'intermédiaire financier à cause des coûts de transaction).

## Asymétrie d'information

- Un entrepreneur souhaitant emprunter pour réaliser un projet connaît mieux le rendement potentiel et le risque associé à ce projet que le prêteur.
- Cette **asymétrie d'information** entre prêteur et emprunteur crée deux problèmes :
  - l'**anti-sélection** (*adverse selection*) avant la transaction,
  - l'**aléa moral** (*moral hazard*) après la transaction.
- Ces problèmes d'asymétrie d'information contribuent grandement à expliquer les huit faits stylisés sur la structure financière.

# Anti-sélection

- ① Introduction
- ② Faits stylisés et explications
- ③ Anti-sélection
- ④ Aléa moral
- ⑤ Bilan

## Exemple du marché des voitures d'occasion I

- Considérons comme exemple le marché des **voitures d'occasion** (étudié par Akerlof, 1970).
- Supposons qu'il existe deux types de voitures d'occasion :
  - celles de mauvaise qualité car leurs propriétaires n'en ont pas pris soin,
  - celles de bonne qualité car leurs propriétaires en ont pris soin.
- La qualité d'une voiture d'occasion donnée est
  - connue du vendeur (qui sait s'il en a pris soin ou pas),
  - inconnue des acheteurs (qui ne sont pas mécaniciens).
- Notons  $P_m$  (resp.  $P_b$ ) le prix que les acheteurs seraient prêts à payer pour une voiture de mauvaise qualité (resp. de bonne qualité) s'ils étaient certains de cette qualité.

## Exemple du marché des voitures d'occasion II

- Si les deux types de voiture sont vendues sur le marché, alors le prix se situe strictement entre  $P_m$  et  $P_b$ , car
  - les acheteurs ne sont pas prêts à payer  $P_b$  car ils courent le risque de tomber sur une voiture de mauvaise qualité,
  - les acheteurs sont prêts à payer davantage que  $P_m$  car ils ont une chance de tomber sur une voiture de bonne qualité.
- A ce prix-là, les propriétaires de voiture de mauvaise (resp. bonne) qualité trouveront avantageux (resp. désavantageux) de vendre leur voiture.
- Les propriétaires de voiture de bonne qualité peuvent donc renoncer à vendre leur voiture :
  - dans le cas extrême où tous le font, alors seules les voitures de mauvaise qualité sont vendues, et le prix sur le marché s'établit à  $P_m$  ;
  - dans le cas où tous ne le font pas, peu de voitures de bonne qualité sont vendues, et le prix sur le marché est proche de  $P_m$ .

## Application aux marchés financiers I

- Dans l'exemple précédent, on parle d'**anti-sélection** car le marché sélectionne les voitures de mauvaise qualité.
- Un phénomène similaire d'anti-sélection peut se produire sur les **marchés financiers** car les actifs financiers sont aussi caractérisés par une asymétrie d'information.
- En effet, un investisseur peut avoir du mal à faire la différence entre
  - une entreprise de bonne qualité, au profit futur élevé et au risque faible,
  - une entreprise de mauvaise qualité, au profit futur faible et au risque élevé.
- Une entreprise donnée dispose, a priori, d'une information plus précise sur sa propre qualité.

## Application aux marchés financiers II

- Les entreprises de bonne qualité seront réticentes à émettre
  - des actions qui se vendront à un prix qu'elles jugent **sous-évalué** (du fait des faibles profits anticipés des entreprises de mauvaise qualité),
  - des obligations qui verseront des intérêts qu'elles jugent **sur-évalués** (du fait du risque élevé de défaut des entreprises de mauvaise qualité).
- En ce cas, les marchés des actions et des obligations sont incapables de transférer des fonds aux entreprises dotées des meilleures possibilités d'investissement productif : l'asymétrie d'information empêche la réalisation de transactions mutuellement avantageuses.
- L'anti-sélection sur les marchés financiers peut être réduite par
  - 1 la production privée et la vente d'information,
  - 2 la réglementation publique de l'information,
  - 3 l'intermédiation financière,
  - 4 le collatéral et la valeur nette.

## Production privée et vente d'information I

- Si l'information devient symétrique, il n'y a plus d'anti-sélection possible.
- Une façon de réduire l'anti-sélection sur les marchés financiers est donc de laisser des entreprises privées **collecter, produire et vendre l'information** permettant de distinguer les bonnes et les mauvaises entreprises.
- C'est notamment le rôle des **agences de notation** (Standard and Poor's, Moody's, Fitch, etc), qui analysent les bilans des entreprises et leurs perspectives, et vendent leur analyse aux investisseurs.
- La production privée et vente d'information ne peuvent cependant pas résoudre entièrement le problème d'anti-sélection en raison des problèmes de **passager clandestin** (*free rider*).
- En effet, un investisseur n'accepte de payer des informations que dans la mesure où elles lui permettent d'acheter des titres sous-évalués de bonnes entreprises.

## Production privée et vente d'information II

- Or d'autres investisseurs peuvent agir en passagers clandestins en observant son achat de titres et en achetant les mêmes titres sans avoir payé pour acquérir l'information.
- Le prix des titres augmente alors jusqu'à leur vraie valeur, de sorte qu'il n'est plus rentable de payer pour acquérir l'information.
- Les entreprises produisant et vendant cette information ne sont alors elles-mêmes plus rentables.
- Ce raisonnement suggère que trop peu d'information est produite et vendue, de sorte que le problème d'anti-sélection est réduit mais pas entièrement résolu.

## Réglementation publique de l'information I

- L'asymétrie d'information (et donc l'anti-sélection) peut aussi être réduite par une **intervention de l'État**, qui impose aux entreprises vendant leurs titres sur les marchés financiers
  - d'adhérer à des principes comptables normalisés,
  - de révéler une information exacte sur le montant de leurs ventes, leurs actifs et leurs profits.
- C'est le rôle de
  - la *Securities and Exchange Commission* aux États-Unis,
  - la *Financial Services Authority* au Royaume-Uni,
  - l'Autorité des Marchés financiers en France,
  - la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* en Allemagne,
  - la *Financial Services Agency* au Japon.
- Ce rôle explique en partie pourquoi le secteur financier est très régulé (**fait stylisé 5**).

## Réglementation publique de l'information II

- La réglementation publique peut donc réduire l'asymétrie d'information et ainsi l'anti-sélection, mais ne peut pas l'éliminer complètement, car une entreprise en saura toujours davantage sur sa qualité que les investisseurs.
- De plus, les entreprises de mauvaise qualité font parfois des montages financiers visant à maquiller l'information qu'elles transmettent au public.
- C'est par exemple le cas d'Enron, une entreprise américaine de négoce sur le marché de l'énergie, qui en août 2000
  - détenait un quart du marché de la distribution d'énergie aux États-Unis,
  - était valorisée à 77 milliards de dollars (7<sup>ème</sup> plus grande valorisation aux États-Unis).
- Enron cachait en fait ses difficultés financières en soustrayant de son bilan des montants importants de dettes ; elle s'est déclarée en faillite en décembre 2001 (à l'époque la plus grande faillite de l'histoire des États-Unis).

## Intermédiation financière I

- Reprenons un instant l'exemple du marché des voitures d'occasion.
- Dans de nombreux cas, la voiture est vendue non pas directement par un individu à un autre individu, mais indirectement par un **intermédiaire** professionnel, qui achète et revend des voitures aux particuliers.
- Ces professionnels produisent une information en devenant **experts** à reconnaître la qualité d'une voiture.
- Ayant reconnu une voiture de bonne qualité, ils peuvent la vendre en y associant une **garantie**
  - **explicite** (reprise du véhicule en cas d'insatisfaction de l'acheteur),
  - **implicite** (engagement de leur réputation d'honnêteté professionnelle).
- Cette garantie incite l'acheteur à payer la voiture à un prix plus élevé qu'en l'absence d'intermédiaire.

## Intermédiation financière II

- Un intermédiaire financier fonctionne de manière similaire : c'est un professionnel devenant expert à reconnaître la qualité d'une entreprise (sa capacité à honorer ses engagements financiers dans le futur).
- Une banque, par exemple, peut acquérir des fonds auprès des déposants et les prêter à des entreprises de bonne qualité.
- Ce faisant, elle obtient un rendement sur ses prêts plus élevé que le taux d'intérêt qu'elle doit payer à ses déposants, ce qui l'incite à s'engager dans cette activité de production d'information sur les entreprises.
- La banque est capable de tirer profit de l'information qu'elle produit car elle écarte les passagers clandestins en octroyant des **prêts privés non négociables** (c'est-à-dire non échangeables) plutôt qu'en achetant des titres sur un marché financier.

## Intermédiation financière III

- Ce rôle joué par les intermédiaires financiers peut contribuer à expliquer
  - l'importance de la finance indirecte, et notamment des banques, dans le financement externe des entreprises non financières (**faits stylisés 3 et 4**) ;
  - la plus grande importance des banques (relativement aux marchés financiers) dans les pays en développement que dans les pays développés, du fait que l'information sur les entreprises est plus difficile à obtenir dans les pays en développement ;
  - la diminution de l'importance des banques (relativement aux marchés financiers) depuis 25 ans aux États-Unis, du fait de l'amélioration des technologies de l'information ;
  - le fait que les grandes entreprises obtiennent plus facilement des fonds sur le marché des titres, du fait que davantage d'informations sont disponibles sur ces entreprises (**fait stylisé 6**).

## Collatéral et valeur nette I

- Le phénomène d'anti-sélection n'apparaît que si le prêteur subit une perte lorsque l'emprunteur est défaillant (c'est-à-dire lorsqu'il ne peut rembourser son emprunt).
- Par conséquent, ce phénomène peut être réduit par du **collatéral**, c'est-à-dire par la possibilité pour le prêteur de saisir des actifs de l'emprunteur lorsque celui-ci est défaillant.
- Le prêteur peut alors vendre ces actifs pour compenser les pertes subies sur le prêt.
- L'emprunteur accepte de fournir du collatéral car la réduction du risque qu'il entraîne facilite l'accord du prêt et fait baisser le taux d'intérêt.
- La présence d'anti-sélection sur le marché du crédit contribue ainsi à expliquer pourquoi le collatéral est une caractéristique importante des contrats de dette (**fait stylisé 7**).

## Collatéral et valeur nette II

- La **valeur nette** (ou **actif net** ou **fonds propres**) d'une entreprise est la différence entre
  - la valeur de ses actifs (ceux qu'elle possède ou qui lui sont dus),
  - la valeur de ses engagements (ce qu'elle doit).
  
- Considérons une entreprise s'étant endettée pour s'engager dans des investissements qui produisent des profits insuffisants pour rembourser sa dette : en ce cas,
  - l'entreprise peut utiliser ses actifs nets pour rembourser sa dette ;
  - le prêteur peut saisir ces actifs nets pour compenser ses pertes (la valeur nette jouant alors un rôle de collatéral).

# Aléa moral

- ① Introduction
- ② Faits stylisés et explications
- ③ Anti-sélection
- ④ Aléa moral
- ⑤ Bilan

# Aléa moral

- L'**aléa moral** (*moral hazard*) est le problème créé par l'asymétrie d'information après la réalisation d'une transaction (et non avant, comme l'anti-sélection).
- C'est le risque que l'emprunteur s'engage sans prévenir (et donc "immoralement") dans des activités qui augmentent le risque de non-remboursement du prêt.
- Il existe deux types d'aléa moral :
  - l'aléa moral dans les contrats de fonds propres (conflits d'agence),
  - l'aléa moral dans les contrats de dette.

## Aléa moral dans les contrats de fonds propres I

- L'aléa moral dans les contrats de fonds propres (typiquement les actions) est dû à la séparation entre
  - les propriétaires d'une entreprise (ses actionnaires),
  - les dirigeants de cette entreprise (ceux qui la contrôlent).
- On appelle les propriétaires les **principaux**, les dirigeants les **agents**, la relation entre les deux **relation principal/agent** ou **relation d'agence**.
- L'aléa moral provient du fait que les agents peuvent agir dans leur propre intérêt plutôt que dans l'intérêt des principaux (qui est de maximiser les profits) : on parle de **conflit d'agence**.
- L'intérêt des agents peut être de fournir peu d'efforts, de renforcer leur pouvoir personnel (en développant l'entreprise par des fusions-acquisitions qui n'augmentent pas nécessairement la rentabilité de l'entreprise), voire de détourner des fonds pour leur usage personnel.

## Aléa moral dans les contrats de fonds propres II

- Cet aléa moral ne peut apparaître qu'en présence d'asymétrie d'information entre le dirigeant et les propriétaires, le dirigeant détenant davantage d'informations sur ses propres activités et ses propres intentions.
- Par exemple, supposons que le dirigeant de l'entreprise lance un grand projet d'investissement qui a une probabilité  $p$  de réussir et  $1 - p$  d'échouer, et que  $p$  peut prendre deux valeurs selon l'effort que ce dirigeant fournit :
  - une valeur élevée  $p_h < 1$  si son effort est important,
  - une valeur faible  $p_l < p_h$  si son effort est faible,et que cet effort n'est pas directement observé par les actionnaires.
- En cas d'échec du projet, les actionnaires ne pourront pas en attribuer la responsabilité avec certitude à un manque d'effort du dirigeant.
- Ce dernier peut ainsi fournir un effort faible et, en cas d'échec, prétendre avoir fourni un effort important et rejeter la faute sur la malchance.

## Aléa moral dans les contrats de fonds propres III

- Une première solution à ce problème d'aléa moral réside dans la **production d'information par un contrôle** des activités de l'entreprise par les actionnaires.
- Cette activité de contrôle (sous forme d'audits) est toutefois coûteuse, ce qui peut en partie expliquer le rôle relativement modeste du financement par émission d'actions.
- De plus, comme dans le cas de l'anti-sélection, se pose un problème de **passager clandestin**.
- En effet, chaque actionnaire souhaite se reposer sur les autres actionnaires pour payer ce contrôle, et à l'équilibre le contrôle est moins important que dans le cas d'un actionnaire unique.

## Aléa moral dans les contrats de fonds propres IV

- Une deuxième solution à ce problème d'aléa moral réside dans la **réglementation publique de l'information**, en obligeant les entreprises à respecter des principes comptables normalisés pour faciliter la vérification de leurs résultats (ce qui contribue à expliquer le **fait stylisé 5**).
- Une troisième solution réside dans **l'intermédiation financière**, les intermédiaires financiers devenant experts dans la réduction de l'asymétrie d'information par la surveillance des emprunteurs.
- Un type d'intermédiaire financier spécialisé dans cette activité est la **société de capital-risque**, qui finance de "jeunes pousses" (nouvelles entreprises) en exigeant en contrepartie une participation dans ces jeunes pousses qui
  - lui permet d'envoyer des représentants siéger au conseil d'administration, afin qu'ils puissent contrôler les activités de l'entreprise,
  - est exclusive dans le sens où aucun autre investisseur n'est autorisé à prendre une participation dans l'entreprise, afin d'éviter les problèmes de passager clandestin.

## Aléa moral dans les contrats de fonds propres V

- Les sociétés de capital-risque ont joué un rôle important dans le développement du secteur de la haute technologie aux États-Unis dans les années 1990.
- Une quatrième solution réside dans **les contrats de dette**, qui ne nécessitent pas de contrôle de la part du prêteur tant que les montants prédéterminés sont versés par l'entreprise, ce qui diminue le coût de vérification (et permet d'expliquer en partie le **fait stylisé 1**).
- Un autre facteur encourageant les contrats de dette plutôt que les contrats de fonds propres dans les pays développés (contribuant ainsi à expliquer le **fait stylisé 1**) est la **fiscalité** : contrairement au versement de dividendes, le paiement d'intérêts représente une dépense déductible du bénéfice imposable des entreprises.

## Aléa moral dans les contrats de dette I

- Malgré leurs avantages qu'on vient d'exposer, les contrats de dette génèrent, eux aussi, un aléa moral en présence d'asymétrie d'information.
- Plus précisément, en exigeant de l'emprunteur qu'il paie un montant prédéterminé et en le laissant conserver tous les profits supérieurs à ce montant, le contrat de dette incite l'emprunteur à prendre davantage de risques que ne le souhaiterait le prêteur.
- Par exemple, il peut inciter un entrepreneur à investir le montant de son emprunt dans une activité de recherche et développement pour inventer un nouveau produit, avec une faible chance de réussite mais un gain très important en cas de réussite, au lieu de l'investir dans le développement de la production du produit existant comme annoncé au prêteur.

## Aléa moral dans les contrats de dette II

- En effet, en cas de réussite de ce projet très risqué, l'entrepreneur peut rembourser sa dette et conserver la majeure partie du gain très important ; en cas d'échec, il fait défaut sur sa dette et c'est au prêteur d'essuyer les pertes ("pile je gagne, face tu perds").
- Le prêteur ne pourra pas empêcher cette prise de risque excessive car, du fait de l'asymétrie d'information, il ne pourra pas l'observer et sera mis devant le fait accompli.
- Anticipant cette prise de risque excessive qu'il ne pourra empêcher, il peut alors décider de ne pas prêter, et l'aléa moral rend ainsi impossible une transaction pourtant mutuellement avantageuse.

## Aléa moral dans les contrats de dette III

- Une première solution à ce problème d'aléa moral réside dans la **valeur nette et le collatéral**.
- En effet, plus la valeur nette de l'entrepreneur est élevée, plus cet entrepreneur a d'intérêt en jeu (*skin in the game*), c'est-à-dire plus il a à perdre en cas d'échec du projet risqué.
- En ce cas, l'entrepreneur préférera investir dans le projet initial (le développement de la production du produit existant), qui est plus sûr.
- Bien qu'il ne puisse pas observer l'investissement de l'entrepreneur, le prêteur comprendra le mécanisme incitatif créé par sa valeur nette, et anticipera rationnellement que l'entrepreneur en restera au projet initial.
- Ainsi, plus la valeur nette de l'emprunteur est élevée, plus l'aléa moral lié au contrat de dette est réduit, et plus il est facile à l'emprunteur de s'endetter.

## Aléa moral dans les contrats de dette IV

- Une deuxième solution à ce problème d'aléa moral réside dans **le contrôle et l'exécution de clauses protectrices**.
- Le prêteur peut s'assurer que ses fonds seront bien affectés à l'utilisation qu'il souhaite, et que l'emprunteur ne prendra pas de risque à ses dépens, en incluant des clauses protectrices (*covenants*) dans le contrat de dette et en vérifiant que l'emprunteur les respecte.
- La constatation par le prêteur du non-respect des clauses par l'emprunteur peut entraîner la déchéance du prêt et l'obligation de le rembourser par anticipation.
- Ces clauses protectrices, destinées à réduire l'aléa moral, contribuent à expliquer le **fait stylisé 8** : les contrats de dette sont des documents juridiques complexes comprenant de nombreuses restrictions sur le comportement de l'emprunteur.

## Aléa moral dans les contrats de dette V

- On peut distinguer quatre types de clauses protectrices :
- ① **clauses destinées à décourager les comportements indésirables** : par exemple, clauses stipulant qu'un prêt ne peut être utilisé que pour financer des activités spécifiques (et peu risquées) comme l'achat d'un équipement ou de biens intermédiaires particuliers, et empêchant d'autres activités plus risquées comme l'acquisition d'autres entreprises ;
- ② **clauses destinées à encourager les comportements désirables** : par exemple, clauses stipulant que l'entrepreneur doit conserver un montant minimal d'actifs nets proportionnel à la taille de son bilan, ou qu'il doit souscrire une assurance-vie permettant le remboursement du prêt en cas de décès ;

## Aléa moral dans les contrats de dette VI

- ③ **clauses destinées à préserver la valeur du collatéral** : par exemple, pour un crédit automobile, clauses exigeant que l'emprunteur souscrive une assurance accident et vol, et empêchant la revente de la voiture tant que le prêt n'est pas remboursé ; pour un crédit immobilier, clauses exigeant que l'emprunteur souscrive une assurance habitation, et qu'il rembourse son prêt en priorité s'il vend son bien immobilier ;
  
- ④ **clauses destinées à fournir une information** : par exemple, clauses exigeant que l'entreprise emprunteuse fournisse périodiquement une information sur ses activités, sous forme de comptes trimestriels, pour faciliter le contrôle par le prêteur et réduire l'aléa moral, ou stipulant que le prêteur a le droit d'ordonner un audit et une inspection des comptes de l'entreprise à n'importe quel moment.

## Aléa moral dans les contrats de dette VII

- Ces clauses réduisent l'aléa moral, mais ne l'éliminent pas complètement.
- En effet, il est impossible en pratique de rédiger des clauses empêchant toute possibilité d'acte risqué.
- De plus, dans la mesure où le contrôle du respect des clauses et leur exécution forcée sont coûteux pour le prêteur,
  - leur annonce peut être perçue comme non crédible par l'emprunteur,
  - un problème de pass. clandestin se pose (chaque porteur d'obligations comptant sur les autres pour exercer le contrôle et forcer l'exécution).
- Une troisième solution à ce problème d'aléa moral réside dans **l'intermédiation financière**, en particulier par les banques.
- Les intermédiaires financiers exercent efficacement le contrôle et écartent les passagers clandestins dans la mesure où ils consentent des prêts privés non négociables, ce qui contribue à expliquer les **faits stylisés 3 et 4**.

# Conflits d'intérêt

- ① Introduction
- ② Faits stylisés et explications
- ③ Anti-sélection
- ④ Aléa moral
- ⑤ Bilan

# Problèmes d'asymétrie d'information et instr. de résolution

Problèmes d'asymétrie d'information	Instruments de résolution	Proposition n°
Anti-sélection (problème des rossignols)	Production privée et vente d'information	1,2
	Réglementation publique de l'information	5
	Intermédiation financière	3,4,6
	Collatéral et actif net	7
Risque moral dans les contrats de fonds propres (relation d'agence)	Production d'information : contrôle	1
	Réglementation publique de l'information	5
	Intermédiation financière	3
	Contrats de dette	1
Risque moral dans les contrats de dette	Actif net	
	Contrôle et exécution de clauses protectrices	8
	Intermédiation financière	3,4

*Remarque :* Liste des paradoxes de la structure financière.

1. Les actions ne sont pas la source principale de financement externe.
2. Les titres de marché ne sont pas la source principale de financement.
3. La finance intermédiée domine la finance directe.
4. Les banques sont la source majeure de financement externe.
5. Le système financier est fortement réglementé.
6. L'accès au marché des titres est réservé aux seules grandes entreprises solidement implantées.
7. Les garanties sont essentielles dans les contrats de dette.
8. Les contrats de dette comprennent de nombreuses clauses protectrices.

Source : Mishkin et al. (2010).

## Développement financier et croissance économique

- Une des causes possibles des faibles taux de croissance dans de nombreux **pays en développement** est le sous-développement de leur système financier, qui accentue les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral.
- En effet, dans ce pays, relativement aux pays développés,
  - l'utilisation de collatéral et de clauses protectrices est rendue plus difficile par un **système juridique** moins efficace (État de droit, limites au droit d'expropriation de l'État, respect du droit de propriété, absence de corruption) ;
  - l'information disponible sur les marchés financiers est de moindre qualité du fait d'une **réglementation comptable** moins stricte ;
  - le gouvernement intervient plus souvent dans la distribution du crédit sous forme de **financements administrés** via des banques nationalisées, qui ne sont pas nécessairement dirigés vers les investissements les plus productifs.