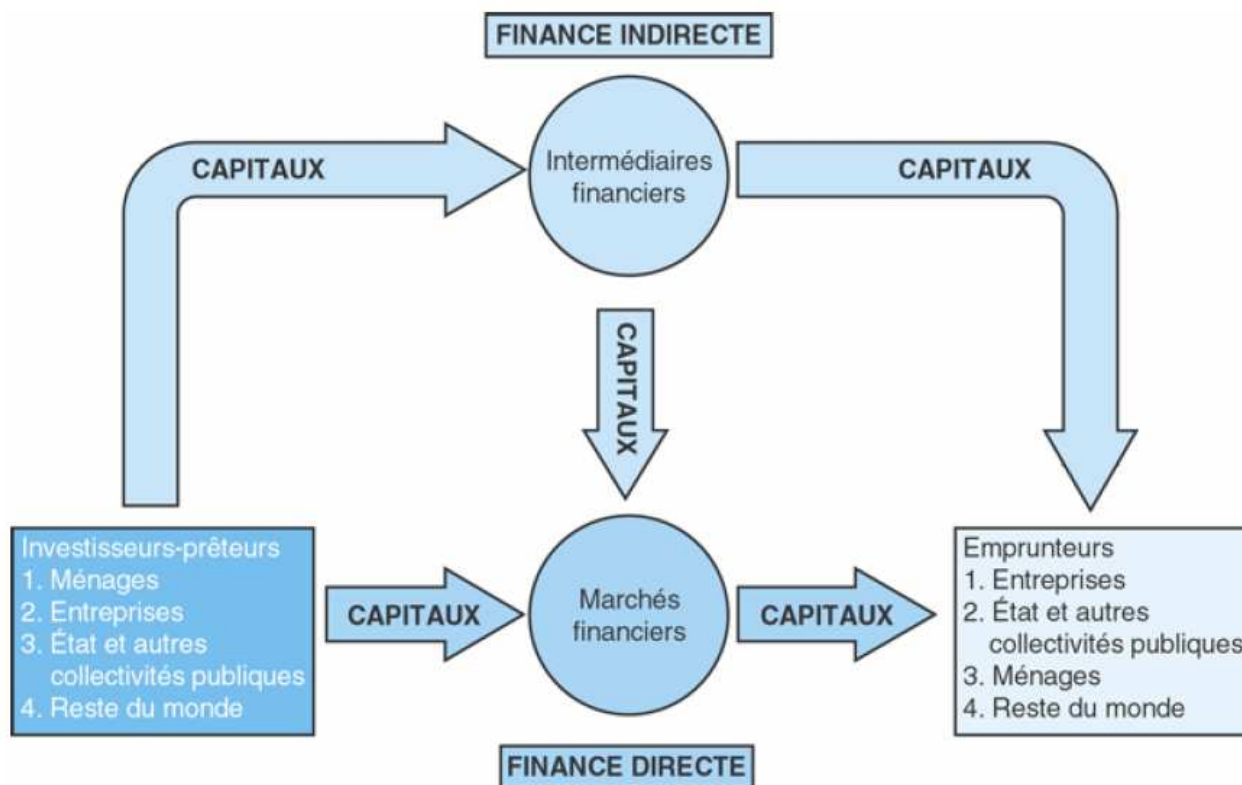


2- Une analyse de la structure financière

Mishkin (2007), *Monnaie, Banque et marchés financiers*, Pearson Education, ch. 8

Système financier : permet de canaliser les fonds des épargnants vers les agents auxquels s'offrent des opportunités d'investissement productif



Analyser économiquement comment la structure financière [partage finance directe/finance indirecte] est organisée en vue de favoriser l'efficacité économique (garantir que les fonds vont bien vers des investissements productifs).

- façon dont les contrats financiers sont conçus
- raisons pour lesquelles les intermédiaires procurent plus de fonds que les marchés des titres
- lien entre systèmes financier et performance macroéconomique (croissance, crises financières)

Financement externe des entreprises non financières	1970-1996			1970-2000		
	USA	Allemagne	Japon	USA	Allemagne	Japon
crédits bancaires	40%	80%	88%	18%	76%	78%
crédits non bancaires	15%	10%		38%	10%	8%
titres (dettes)	36%	7%	10%	32%	7%	9%
actions	9%	3%	2%	11%	8%	5%

Mishkin (2004), p. 195 et Mishkin (2007) p. 203, d'après Schmidt (2001)

1- Les questions clés de la structure financière

Les syst fi sont formés de plusieurs catégories d'institutions : banques, cies d'assurances, fds collectifs d'investissement, marchés d'actions, d'obligations, de produits dérivés... toutes font l'objet d'un contrôle public

En observant la part des différentes sources de financement externe des entreprises, on dresse 4 constats/questions

1- les actions ne sont pas la source la plus importante de financement externe des entreprises

malgré l'attention portée aux marchés boursiers
moins de 10% (USA, Europe, 1970s-1990s)

pourquoi le marché des actions est-il moins important que les autres sources de financement externe ?

2- l'émission de titres de dette et d'action n'est pas la source principale de financement externe des entreprises

obligations : source plus importante que les actions (env. 3 fois plus, USA 1970-1990s)
obligations + actions : moins de 50% (USA 1970-1990s, encore moins ailleurs)

pourquoi les etp n'utilisent-elles pas davantage les titres pour financer leur activité ?

3- la finance indirecte (intermédiaires financiers) est beaucoup plus importante que la finance directe (marchés financiers)

la plus grande partie des titres émis par les entreprises est achetée par des intermédiaires tq cies d'ass, fonds de pensions, fonds communs d'invest. (USA 1970-1990: moins de 5% des titres de dette, et moins de 50% des actions ont été vendus directement aux ménages)

la finance indirecte a vu son importance diminuer sur la période récente
pourquoi ce partage, et son évolution ? ...

4- les banques sont la source la plus importante de fonds externes pour financer les entreprises

prêts (en majorité bancaires) sont la source de financement externe la plus importante (aux USA, financements par prêts bancaires = plus de 4 fois financements par actions, et davantage en Europe, Japon, PED)

qu'est-ce qui rend les banques aussi capitales dans le fonctionnement du système financier ?
La part des banques décline, pourquoi ?

En observant les pratiques de financement, 4 autres constats/questions

5- le système financier figure parmi les secteurs les plus réglementés de l'économie

pourquoi ?

6- seules les sociétés solidement implantées ont facilement accès aux marchés des titres pour financer leur activité

individus, PME obtiennent financement par les banques, pas par les marchés

pourquoi ?

7- la garantie est un élément essentiel dans les contrats de dette des ménages et des entreprises

Garantie (=collatéral) : un droit de propriété détenu par le prêteur pour assurer le paiement en cas de défaut de l'emprunteur. On parle de « dette garantie ».

les dettes garanties sont la forme la plus courante des dettes des ménages, des sociétés (hypothèques)

pourquoi la garantie est-elle aussi importante ?

8- les contrats de dette sont typiquement des documents légaux complexes qui imposent de substantielles restrictions au comportement des emprunteurs

Les contrats de dette/prêt sont des documents juridiques longs et complexes, avec des clauses restrictives

pourquoi ?

Les marchés fi sont caractérisés par des **coûts de transaction et d'information** élevés dont l'analyse permet d'apporter des réponses aux 8 questions...

2- Les coûts de transaction

coûts de transaction : temps et argent dépensés pour réaliser les transactions financières (droits d'entrée sur le marché, frais de passation des ordres), rédaction des contrats (préciser les conditions de paiement des intérêts et de remboursement), montant minimum de transaction

2.1- L'influence des coûts de transaction sur la structure financière

Les coût de transactions découragent les individus (ménages) d'acheter des titres sur les marchés.

Ex : un agent dispose de 5000€ à investir

1) en actions → ne peut acheter que peu d'actions

→ la commission de courtage représente une part élevée du prix d'acquisition des actions

2) en obligations → impossible d'investir si dénomination la plus petite est (par ex.) 10000€

3) prêter → se payer les services d'un juriste pour rédiger un contrat de prêt (coût fixe élevé)

pour le courtier : opération trop petite, perte de temps inutile...

Si les individus (ménages) disposent d'une quantité limitée de fonds, la diversification est impossible, la protection contre le risque est difficile (mettre tous ses oeufs dans le même panier).

→ relativement peu de ménages détiennent des titres financiers (en direct)... effet des privatisations en France ?

2.2- La réduction des coûts de transaction par les intermédiaires financiers

Économies d'échelle

Il y a économies d'échelles quand le coût de transaction par € diminue avec le montant investi

C'est le cas si les coût de transactions sont en grande partie indépendants du montant investi (coûts fixes), ou augmentent moins vite que le montant de la transaction.

→ Rassembler les fonds de nombreux épargnants pour tirer avantage des économies d'échelle

Les économies d'échelle expliquent (en partie) le développement des intermédiaires financiers

ex : le fonds collectif d'investissement (ou fonds mutuel), SICAV, FCP, qui vend des parts aux épargnants et investit en actions ou obligations.

→ économies de coûts de transactions + possibilité de diversification

Il existe aussi des économies d'échelle dans le fonctionnement des institutions financières (équipements informatiques et de télécoms)

Fonction d'expert

Les intermédiaires financiers développent des compétences d'expert pour diminuer les coûts de transaction (ex : services informatiques, télécoms)

En diminuant les coûts de transactions, les IFs peuvent rendre des services de liquidité

→ une première explication à la proposition 3 + explication à l'évolution (baisse des coûts de transactions grâce aux progrès des TIC).

Pour résumer : avantages liés à la taille (économies d'échelle dans les coûts de transactions, indivisibilités dans les montants investis, diversification et capacité de rendre des services de liquidité)

3- Asymétrie d'information : antisélection et risque moral

Une autre explication du rôle des IFs : l'importance de l'information sur les marchés financiers.

Asymétrie d'information :

une partie à une transaction connaît insuffisamment l'autre partie pour prendre des décisions efficaces.

Ex : Un entrepreneur qui veut emprunter connaît mieux le rendement potentiel et le risque associés à son projet que le prêteur.

Les gestionnaires d'une société savent s'ils sont honnêtes, ou s'ils disposent d'une meilleure information sur la solidité de l'entreprise que les actionnaires.

Asymétrie d'info => problèmes avant que la transaction soit réalisée (pb d'anti-sélection) et problèmes après réalisation de la transaction (pb de risque moral).

Antisélection

info asymétrique dans la phase qui précède la conclusion d'une transaction

- les agents qui désirent le plus obtenir un prêt (et sont disposés à payer un taux d'intérêt élevé) sont ceux qui sont porteurs du risque de crédit potentiellement le plus élevé ; si le prêteur ne peut pas distinguer le *type* d'emprunteur, il peut préférer ne pas prêter du tout (l'antisélection accroît les chances de prêter à des emprunteurs à risque)...
- en cas de hausse du taux d'intérêt, seuls les emprunteurs les plus risqués continuent à demander des prêts (d'où l'idée d'antisélection)

Risque moral

info asymétrique dans la phase qui suit la conclusion d'une transaction

- le risque que l'emprunteur s'engage dans des actions considérées comme indésirables par le prêteur (elles diminuent la probabilité de remboursement du prêt par exemple) → asymétrie d'info empêche de s'assurer que l'emprunteur fait les efforts de remboursement souhaités.
- le risque que l'emprunteur se déclare en faillite → asymétrie d'info sur le résultat effectif

Analyse de la manière dont les asym d'info affectent les comportements économiques relève de la « théorie de l'agence » → permet d'expliquer comment la structure financière est construite.

4- L'effet de l'antisélection sur la structure financière

Ex (cf. Akerlof, prix Nobel 2001) : la *qualité* n'est pas connue des acheteurs, mais elle l'est des vendeurs (voitures d'occasion)

type de marchandise →	mauvaise qualité	bonne qualité	?
vendeur	100 €	200 €	–
acheteur	120 €	240 €	180 €

→ pas de problème si la qualité est facilement observable...

→ si la qualité n'est pas observable par les acheteurs :

- à 180€ seul les biens de mauvaise qualité sont échangés (les vendeurs de marchandises de bonne qualité refusent de vendre à ce prix), donc les acheteurs sont sûrs de ne trouver que des biens de mauvaise qualité : prix d'équilibre situé entre 100 et 120 €
- un bien de bonne qualité n'est jamais vendu (antisélection)

A cause du coût de l'information, les biens de bonne qualité sont évincés : antisélection.

4.1- La qualité sur les marchés d'actifs financiers

La mauvaise qualité se rencontre sur les marchés financiers (des titres de dette, obligations, et de fonds propres, actions)

	firmes de « bonne qualité »	firmes de « mauvaise qualité »
marché des actions	profit attendu élevé, risque faible	profit attendu faible, risque élevé
marché des obligations	risque de défaillance faible	risque de défaillance élevé

Actions : si l'investisseur (acheteur potentiel d'actions) ne distingue pas les firmes de bonne qualité des firmes de mauvaise qualité et est prêt à payer un prix qui reflète la qualité moyenne des entreprises (neutralité au risque):

- les propriétaires de la firme de bonne qualité trouvent que leur entreprise est sous-évaluée et ne veulent pas vendre
 - les propriétaires de la firme de mauvaise qualité trouvent que leur entreprise est sur-évaluée et vendent
 - l'investisseur sait alors que seules les entreprises de mauvaise qualité sont à vendre, et n'achètent pas.
- peu de firmes lèvent des fonds sur le marché des actions

Obligations : si l'investisseur (acheteur potentiel d'obligations) ne distingue pas les firmes de bonne qualité des firmes de mauvaise qualité et est prêt à prêter à un taux qui reflète la qualité moyenne des entreprises, c'est à dire qui couvre le risque moyen de défaillance (neutralité au risque):

- les propriétaires d'une bonne firme comprennent qu'ils paient un taux d'intérêt trop élevé et ne veulent pas emprunter ;
 - les propriétaires d'une mauvaise entreprise sont les seuls à emprunter;
 - l'investisseur refuse de prêter...
- peu de ventes de titres

Cette analyse explique la proposition 2 (faible importance des titres dans les financements externes) et en partie la proposition 1 (faible importance des actions dans le financement externe)

4.2- La réduction des problèmes d'antisélection

Si les acheteurs de titres peuvent distinguer les bonnes firmes des mauvaises, ils paieront la valeur exacte des titres émis par les bonnes, et celles-ci pourront les vendre : le marché des titres sera capable de transférer les fonds de manière efficace (vers les firmes qui ont les meilleures opportunités d'investissement productif).

la production et la vente privée d'informations

remède à l'antisélection : fournir aux agents qui détiennent des fonds toutes les informations pertinentes.

→ confier à des sociétés privées le soin de collecter et de produire l'information qui permet de distinguer les firmes, et de vendre ces informations (agences de notation, Standard & Poor's, Moody's, Value Line aux USA, Fitch au RU)

Problème : comportements de passager clandestin (agents qui tirent avantage d'informations qu'ils n'a pas payées) → explique que la vente privée d'info ne constitue qu'une solution partielle au problème d'antisélection.

En effet :

- un agent paye pour découvrir une bonne firme (sous-évaluée) et achète ses actions
- un observateur attentif constate les achats, et achète en même temps
- le cours monte, la firme n'est plus sous-évaluée
- l'acheteur d'info ne rentre pas dans ses frais
- inutile d'acheter de l'information !

la réglementation publique de l'information

l'info est un bien public: non-rival, non exclusif → insuffisamment produit par des agents privés
bénéficie d'une intervention de l'Etat ?

- l'Etat produit l'information lui-même... mais problème « politique » d'avoir à juger négativement certaines entreprises... solution irréaliste
- contrôler les marchés de titres d'une façon qui incite/oblige les firmes à divulguer une info sincère sur leur activité en adhérant à des normes comptables et informationnelles (*Autorité des Marchés Financiers* en France, *Securities and Exchange Commission* aux USA, *Financial Services Authority* au RU)

→ MAIS : l'obligation d'informer ne fonctionne pas toujours de manière satisfaisante (cf. scandales Enron en déc. 2001, Worldcom en 2002)

Une explication à la proposition 5 (réglementation des marchés fi) : la réglementation destinée à accroître l'information des investisseurs est nécessaire pour réduire l'antisélection qui affecte le fonctionnement efficace des marchés financiers.

Cependant : l'information même exacte, n'est pas toujours complète, ou facile à interpréter ; l'information peut être maquillée.

l'intermédiation financière

Les intermédiaires financiers (en part. banques) peuvent contribuer à résoudre l'antisélection.

- experts dans la production d'information sur les emprunteurs
- capables de classer les bons et les mauvais risques
- capables de collecter des fonds auprès des déposants pour les prêter aux bons emprunteurs, en dégageant un profit (marge d'intérêt) qui couvre les coûts de collecte/traitement d'info.

La banque tire profit de l'info parce qu'elle peut écarter les passagers clandestins (en consentant des prêts privés plutôt qu'en achetant des titres sur les marchés)

- le prêt ne fait pas l'objet d'un échange (public)
- les conditions ne sont pas révélées aux autres investisseurs

→ c'est ce qui permet de réduire l'asymétrie d'info

Explication des propositions 3 (importance de la finance intermédiée) et 4 (les banques sont la plus importante source de financement externe)

Corollaire : si l'info devient plus facile à acquérir (progrès dans les TIC, dans la réglementation), le rôle des banques diminue

Explication de la proposition 6 (les grandes etp se financent plus facilement que les petites sur les marchés) : grande etp → plus connue → plus facile à évaluer → peut émettre des titres de dettes

→ il peut exister une hiérarchie des financements : « pecking order »

le collatéral et l'actif net

L'antisélection n'affecte le fonctionnement du marché des dettes que si le prêteur subit une perte quand l'emprunteur est défaillant (et ne rembourse pas).

Les conséquences de l'antisélection peuvent être réduites si le prêteur peut saisir un actif quand l'emprunteur est défaillant (le **collatéral** ou garantie)

- l'emprunteur cesse de rembourser (ex : prêt immobilier)
- le prêteur saisit l'actif collatéral (ex : immeuble) et le vend (aux enchères) pour rembourser le capital restant dû et compenser sa perte
- les prêteurs préfèrent sécuriser les prêts par des garanties ;
- les emprunteurs acceptent les garanties (sinon : impossible d'emprunter ou taux d'intérêt trop élevé)

Une explication à la proposition 7 (collatéral comme composante importante des contrats de prêt)

L'**actif net** (valeur nette ou fonds propres) = valeur de l'actif – valeur des engagements (dettes) peut jouer un rôle comparable au collatéral.

- il représente la valeur de ce qu'un prêteur peut saisir en cas de faillite
- il représente une sorte de réserve de valeur pour rembourser les prêts (garantie)
- donc plus l'actif net est élevé, plus le risque de défaut est faible
- les prêteurs acceptent de prêter plus volontiers aux entreprises dont l'actif net est élevé (« on ne prête qu'aux riches »)

4.3- Conclusion

L'antisélection permet d'expliquer 7 constats sur 8 (au moins en partie)

Le risque moral apporte des éléments supplémentaires sur la place des intermédiaires, la réglementation, l'importance du collatéral + éléments de compréhension du 8 (complexité des contrats, clauses restrictives)

5- L'effet du risque moral sur le choix entre contrat de dette et contrat de fonds propres

On distingue les conséquences du risque moral sur les contrats de financement par fonds propres et celles qui portent sur le financement par contrat de dette.

5.1- Le risque moral dans les contrats de fonds propres : la relation d'agence entre propriétaire et gestionnaire

Les contrats de fonds propres (émission d'actions ordinaires par exemple) donnent droit à une part des bénéfices (et des actifs) de l'entreprise.

Ils donnent lieu à une **relation d'agence** qui comporte du risque moral.

La relation d'agence :

- naît quand une partie (« principal ») délègue une tâche (action, décision) à une autre (« agent »)
- ici : le principal est le propriétaire (actionnaire) et l'agent est le gestionnaire (manager, dirigeant), la tâche déléguée est la gestion de l'entreprise
- le risque moral : les gestionnaires peuvent agir dans leur propre intérêt plutôt que dans celui des actionnaires (pb de « gouvernance »), surtout quand les dirigeants ne possèdent qu'une toute petite part du capital

ex : une entreprise a besoin d'investir à hauteur de 10000€,

- le dirigeant-fondateur ne dispose que de 1000€
- un investisseur se voit offrir la possibilité de devenir partenaire à hauteur de 9000€ (90%)
- bien gérée, l'affaire rapporte 50000€, soit 5000€ pour le dirigeant et 45000€ pour l'investisseur
- si le dirigeant estime que 5000€ ne récompensent pas suffisamment les efforts à fournir pour faire tourner l'affaire, il peut entraîner son déclin : l'investisseur perd 45000€
- si le gestionnaire est malhonnête, il peut empocher les 50000€ et déclarer un profit nul.

Exemple de scandales récents (Enron) : détournements de fonds à des fins personnelles, dépenses somptuaires, stratégies mises en oeuvre pour accroître le pouvoir personnel plutôt que la profitabilité

Le risque moral provient du contrôle imparfait des actions/efforts/résultats annoncés du gestionnaire par le propriétaire (il y a en fait séparation entre la propriété et le contrôle de l'entreprise), parce que le gestionnaire détient plus d'information que le propriétaire

(on retrouve le problème à chaque échelon hiérarchique impliquant une délégation de pouvoir)
→ pas de problème si le gestionnaire est le seul propriétaire de l'affaire (pas de séparation entre propriété et contrôle)

5.2- La réduction du problème d'agence

La production d'information et le contrôle

Les actionnaires peuvent réduire le risque moral en contrôlant les activités de l'etp, en lançant des audits, en vérifiant les résultats de la gestion des dirigeants (produire de l'information !)

Le contrôle peut être coûteux en temps, en argent, en compétences

→ la **vérification coûteuse des résultats** rend le contrat de fonds propres moins désirable et explique en partie pourquoi l'émission d'action ne constitue pas un élément important de la structure financière (proposition 1)

Comme dans le cas d'antisélection, pb de **passager clandestin** :

- si d'autres actionnaires vérifient les résultats, inutile de le faire soi-même...
- le pb du passager clandestin affaiblit le contrôle

La réglementation publique de l'information

On a toujours la propriété caractéristique de l'info comme « bien public ».

L'Etat est incité à réduire le risque moral en réglementant le système financier.

- respecter des principes comptables normalisés facilitant la vérification des résultats
- condamnation pénales des personnes convaincus de fraude, de détournement

MAIS ces dispositions ne sont que partiellement efficaces

L'intermédiation financière

Les intermédiaires fi peuvent limiter le risque moral lié au passager clandestin

Ex : firme de **capital-risque** collecte des fonds pour aider des etp dans de nouveaux projets (en prenant une participation dans l'etp, et en plaçant des représentants au conseil d'administration)

- en détenant une part non négociable de capital, elles se protègent de comportements de passagers clandestin d'autres investisseurs, et retire tout le bénéfice de ses dépenses de contrôle et de vérification.

- Les firmes de capital-risque ont joué un rôle importants (aux USA) pour le financement des etp de haute technologie, même si elles ont commis des erreurs (trop de financements, pour des projets parfois sans réel contenu industriel, avec contrôle insuffisant → bulle internet)

Les contrats de dette

Les contrats de dette (l'emprunteur paye des sommes à intervalles régulier) nécessite un contrôle moins fréquent de l'etp que le contrat de fonds propres :

- si l'etp réalise des bénéfices (d'exploitation) suffisants, le créancier est payé et n'a pas besoin de vérifier les résultats de l'etp (contrairement aux actionnaires) ;
 - si (et seulement dans cette situation) l'etp réalise des bénéfices insuffisants, les prêteur doivent (comme les actionnaires) vérifier les résultats (que la cessation de paiement soit bien réelle)
- contrôle moins fréquent → moindre coût de vérification => contrat de dette plus intéressant (et plus utilisé dans les financements externes, cf. proposition 1).

6- L'influence du risque moral sur la structure financière des marchés de dette

Malgré avantages soulignés précédemment, les contrats de dette sont sujets au risque moral.

Un contrat de dette exige que l'emprunteur paie un montant fixe, mais lui laisse tous les profits supérieurs à ce montant

→ l'emprunteur est incité à entreprendre des projets plus risqués que ceux que choisirait le prêteur.

ex :

- un investisseur ne souhaite pas procéder à la vérification des résultats → ne pas devenir actionnaire, mais prêter
 - un prêt de 9000€, taux d'intérêt de 10%, pour un projet rentable et sûr de 10000€ (qui rapporte 10% à coup sûr), l'etp dispose de 1000€ : elle récupère 11000€ à la fin, 9900€ pour le prêteur et 1100€ pour elle.
 - l'etp peut investir dans un autre projet, plus risqué, avec de fortes de chances d'échouer (9 chances sur 10 de rapporter -50% : l'etp ne récupère que 5000€, qu'elle verse entièrement au prêteur), mais une faible chance (1 sur 10) d'être une réussite éclatante (nouveau produit, avance technique sur les concurrents... qui rapporte +200% : l'entreprise récupère 30000€, dont 9900€ pour le prêteur)
 - l'etp est incitée à investir dans le projet plus risqué (risque moral) : en moyenne le projet lui rapporte $90\% \times 0 + 10\% \times 20100€ = 2010€$ pour une mise de 1000€ soit un rendement de 101% [hypothèse : neutralité au risque]
 - le prêteur aurait alors plus de chance de perdre (échec plus probable), et ne pourrait pas profiter du succès (rendement fixe de 900€) : en moyenne le projet lui rapporte $90\% \times 5000 + 10\% \times 9900€ = 5460€$ pour une mise de 9000€, soit un rendement de -39%.
- si l'emprunteur peut changer de projet après l'octroi du prêt... le prêteur n'a pas intérêt à prêter.
→ le risque moral potentiel rend improbable l'opération de prêt, même si au départ le projet le moins risqué est bénéfique pour les deux parties.

6.1- La réduction du risque moral dans les contrats de dette

L'actif net fournit des éléments pour réduire le risque moral.

- quand l'actif net est plus élevé, l'emprunteur est plus exposé au risque
- il a davantage à perdre en investissant dans le projet risqué
- il est davantage incité à se comporter comme l'espère et le désire le prêteur

Ex : l'investissement requiert une mise de 100000€ au lieu de 10000€, l'etp doit apporter 91000€ (au lieu de 1000)

- le projet rapporte 50000€ (et l'etp en conserve $50000 - 9900 = 40100$) avec une proba de 90% et 300000€ (et l'etp en conserve $300000 - 9900 = 290100$) avec une proba de 10%, soit, pour l'entreprise, un rendement moyen de $-28,5\%$ env. ($40100 \times 90\% + 290100 \times 10\% = 65100$ pour une mise de 91000)
- l'etp préfère alors l'investissement non risqué

→ plus l'etp apporte de fonds au projet, plus elle peut obtenir facilement un prêt

→ le contrat de dette fait alors coïncider les incitations de l'emprunteur à celles du prêteur

→ le risque moral est réduit en présence d'un actif net élevé.

Le contrôle et l'exécution de clauses restrictives

Le prêteur peut (tenter de) s'assurer que les fonds sont utilisés comme il le désire.

→ clauses restrictives associées au contrat de prêt (de dette).

→ contrôler que l'emprunteur n'enfreint pas les clauses.

4 types de clauses :

- *clauses destinées à décourager les comportements indésirables* (contraintes sur l'utilisation des fonds, pour tel usage précis...)
- *clauses destinées à encourager un comportement désirable* visant à garantir le remboursement (ex : souscrire une assurance-décès dans le cas d'un prêt hypothécaire, conserver une certaine part d'actifs liquides au bilan...)
- *clauses destinées à préserver la valeur du collatéral* (souscrire une assurance-auto en cas de prêt auto, mise en gage empêchant la revente tant que le prêt n'est pas remboursé, idem pour l'habitation)
- *clauses destinées à fournir une information* (obligation de l'emprunteur de fournir des comptes, droit de prêteur d'ordonner un audit...)

Un explication à la complexités des contrats de prêts (proposition 8).

L'intermédiation financière

- Il est pratiquement impossible de rédiger es clauses restrictives exhaustives...
- Une clause restrictive est inefficace si l'emprunteur peut la violer parce qu'il sait que le prêteur ne vérifiera pas ou ne voudra pas payer pour exercer un recours légal [ou parce que l'environnement juridique ne le permet pas, en raison de faiblesses institutionnelles et politiques]

Le problème du passager clandestin ressurgit dans les contrats de dette (en raison des coûts de contrôle et de vérification)

→ si on sait qu'un porteur d'obligation exerce le contrôle, inutile de le faire soi-même...

Les intermédiaires financiers (en part. les banques) ont la possibilité d'écarter les passagers clandestins dans la mesure où ils consentent des prêts privés (d'autres créanciers n'observent ni les contrôles, ni leurs résultats) : l'intermédiaire perçoit seul les bénéfices de la surveillance et du contrôle, et contribue ainsi à réduire le risque moral inhérent au contrat de dette.

→ le concept de risque moral contribue à expliquer les propositions 3 et 4 (importance du rôle des intermédiaires financiers dans le transfert de fonds des épargnants aux investisseurs).

6.2- Conclusion

Asymétrie d'information sur les marchés financiers

=> pb d'antisélection et de risque moral
et inefficacité du fonctionnement de ces marchés.

Résolution de ces problèmes au moyen de :

- production privée et vente d'information
- réglementation publique pour accroître l'info
- collatéral et actif net
- clauses de surveillance et de restriction du comportement

Dans ces conditions, les intermédiaires (part. les banques) jouent un rôle plus grand que les marchés de titres dans le financement des entreprises :

- avantages liés à la taille (économies d'échelle dans les coûts de transactions, indivisibilités dans les montants investis, diversification et capacité de rendre des services de liquidité)
- expertise dans la production d'information sur les emprunteurs
- capacité d'écarter les passagers clandestins (en consentant des prêts privés plutôt qu'en achetant des titres sur les marchés)
- capacité à exercer le contrôle, à intenter les actions juridiques le cas échéant

Problèmes d'asymétrie d'information et instruments de résolution

Problèmes	Instruments de résolution	Proposition n°
Antisélection	production privée et vente d'information	1, 2
	réglementation publique de l'info	5
	collatéral et actif net	7
	intermédiation financière	3, 4, 6
Risque moral dans les contrats de fonds propres (relation d'agence)	production privée et vente d'information	1
	réglementation publique de l'info	5
	intermédiation financière	3
	contrats de dette	1
Risque moral dans les contrats de dette	actif net	7
	contrôle et exécution de clauses restrictives	8
	intermédiation financière	3, 4