

constamment à diminuer les coûts d'accès à la connaissance des besoins du marché et des techniques. Si elle doit supporter normalement ses coûts, elle va tenter d'économiser sur les coûts d'échange ou de transaction, en particulier sur ceux liés à la fixation des prix. La théorie classique indique que ce sont les marchés qui proposent les prix et que les agents économiques se réfèrent à eux pour leurs transactions commerciales. Ces opérations génèrent des coûts et sont empreintes d'incertitudes, d'autant que les individus peuvent être tentés de faire de la rétention de l'information voire la réformer. Williamson reprendra les travaux de Coase en posant la raison d'être de l'entreprise est de réaliser des économies sur les coûts de transactions.

Williamson distingue ce qui suit:

Les coûts de transaction qui correspondent aux coûts d'administration, de surveillance et de contrôle mis en place pour assurer le respect des clauses contractuelles, couvrir les différents aléas survenant dans l'exécution des contrats et éventuellement leur négociation.

Pour lui, l'efficacité d'une institution économique se mesure par la capacité de réaliser ces économies. Les principaux facteurs explicatifs des coûts de transaction sont la spécificité des actifs, la notion de rationalité limitée, l'asymétrie, et l'opportunisme. L'opportunisme peut se caractériser pour attitude visant à perturber l'accès à l'information.

Le développement des NTIC contribue à diminuer les coûts de transaction et à donner un nouveau souffle aux réseaux d'entreprises et aux alliances entre les firmes.

Divers auteurs ont montré que les avances technologiques ont favorisé l'intégration verticale des firmes. Au contraire les NTIC favorisant des connections plus ouvertes des plus transversales entre plusieurs réseaux d'entreprises à des coûts sans cesse réduits, permettent une grande flexibilité, toutes les délocalisations possibles et toutes sortes d'arrangement contractuels de prestations de services.

La théorie des coûts de transaction a réussi à favoriser à rapprocher la micro économie de la sociologie des organisations, elle fournit des explications aux phénomènes et aux processus d'intégration des activités, de gestion de projets, d'innovation et de développement international.

:

Branche de l'analyse économique du droit, la théorie économique des droits de propriété s'intéresse aux conséquences économiques des droits de propriété. Cette théorie explique la façon dont agissent les différents types et systèmes de droits de propriété sur le

comportement des agents individuels et sur le fonctionnement et l'efficacité du système économique et montre aussi comment dans une économie où les rapports contractuels entre agents sont libres, le type et la répartition des droits de propriété qui assurent l'efficacité la plus grande, tendent à se faire accepter par leur valeur.

Le point de départ de la théorie des droits de propriété consiste à considérer que tout échange entre agents, et en fait toute relation de quelque nature qu'elle soit, peut être considérée comme un échange de droit de propriété sur des biens et services. Hart et Moore¹ soulignent que la théorie des droits de propriété peut se présenter comme une théorie générale des relations sociales et des institutions.

Les fondateurs de la théorie des droits de propriété sont A. Alchian et H. Demsetz². La firme est définie comme un nœud de contrats et le dirigeant a pour charge de définir la nature des tâches et de choisir les personnes qui doivent les exécuter au sein du nœud coopératif.

Les fondateurs de cette théorie ont montré que la firme émerge comme un instrument de contrôle, permettant de profiter au mieux des gains associés aux synergies dues à la production jointe en équipe, en luttant contre les effets de la triche. La notion de contrôle comprend la mesure de la performance, de la répartition des rémunérations et la gestion des contrats, elle recouvre également l'observation du comportement des inputs, l'organisation du travail et le choix des tactiques et des stratégies. L'employeur est un spécialiste du contrôle qui acquiert, au contact des facteurs de production composant l'équipe, une connaissance spécialisée de leur compétence et de leur productivité. L'efficacité de la production résulte notamment de cette meilleure connaissance des performances productives des facteurs, en liaison avec leurs synergies.

La performance naît avant tout de la bonne qualité du management qui recouvre certes la mesure de performance et les aspects disciplinaires (sanctions et rémunérations) mais également des aspects liés à l'organisation de la production, notamment dans la connaissance acquise ; Alchian et Demsetz écrivent «la firme est un substitut spécialisé au marché pour l'utilisation en équipe des facteurs de production ; elle constitue un meilleur (moins coûteux) vecteur de recueil et d'obtention de la connaissance sur des ressources hétérogènes».

¹ - Hart et Moore « Property rights and the nature of the firm », *Journal of Political Economy* University of Chicago press vol. 98(6) 1990, pages 1119-58.

² - Alchian A et Demsetz H, « Production, information, costs & Economic Organisation », *The American Economic Review*, vol 62, n° 5, Décembre 1972, pages 777- 795.

Cette connaissance organisationnelle a pris un rôle plus important chez Demsetz dans sa théorie de la firme spécialisée. Demsetz propose une définition de la firme qui s'inscrit dans la perspective contractuelle et faisant intervenir de nombreux autres motifs que la spécificité : « Chaque firme est un panier d'engagements envers une technologie, du personnel et des méthodes, toutes contenues et contraintes par une couche d'information spécifique à la firme qui l'isole, et ce panier ne peut être transformé ou imité facilement ou rapidement »¹.

Cette théorie s'est construite pour montrer la supériorité des systèmes de propriété privée sur toutes les formes de propriété collective², le même pour répondre à Berle & Means³ sur la séparation entre propriété et contrôle des entreprises et ses implications. Au-delà des considérations traditionnelles associées aux coûts de la coordination marchande et de surveillance, le troisième facteur déterminant la productivité de la firme est lié aux conditions qui sous-tendent l'acquisition et l'utilisation de la connaissance, à ce titre Demsetz, définit les firmes comme des répertoires de connaissance et d'inputs spécialisés pour mettre en œuvre cette connaissance, leurs frontières étant déterminées, notamment, par le souci de réduire les coûts liés à la connaissance.

Selon Furubotn et Pejovich⁴, les droits de propriété ne sont pas des relations entre les hommes et les choses mais des relations codifiées entre les hommes et qui ont rapport à l'usage des choses.

Sur une base juridique, on peut dire que les droits de propriété se déterminent à partir de trois attributs à savoir:

- Le droit d'utiliser le bien (**Usus**).
- Le droit d'en tirer un revenu (**Fructus**).
- Le droit de le céder de manière définitive à un tiers (**abusus**).

1-Les formes de propriété:

On constate cinq droits de propriété qui dépendent des attributs associés au droit⁵ :

1 - Charreaux G. dans son article « A la recherche de nouvelles fondations pour la finance et la gouvernance d'entreprise », Finance contrôle stratégie-volume 5, n° 3, Septembre 2002 pages 21 et 22.

2 -Erik G.Furuboth et Svetozar Pejovich « Property rights and Economic Theory : A Survey of recent literature », journal of economic literature, vol 10, n°4(Dec.1972), pp. 1137-1162.

3 - A. Berle & Means, «The modern corporation and private property » Journal of law & economics New York, 1932 Macmillan.

4 - Furubotn E.G, et Pejovitch S., « Property rights & Economic Theory : a Survey of Recent Literature »Journal of economic literature, décembre 1972, n° 12 pages : 1137- 1162.

5 - Sur les différentes formes de propriété connues dans le droit romain, voir Ejan Mackay & Stephane Rousseau, analyse économique du droit (Paris/Montréal, Dalloz-Sirey Editions Thémis, 2e édition 2008), p. 253.

1-1- la propriété privée : s'explique par l'existence d'un droit sur un actif, socialement valide, assigné à un individu et aliénable par l'échange ; les trois attributs ne sont pas forcément entre les mains de la même personne.

1-2-la propriété communale : dans ce cas plusieurs individus disposent d'un droit d'usage simultané sur un même actif. Il n'y a pas de possibilité pour un individu ou un groupe d'individus de tirer un revenu ou de vendre cet actif (exemple: source d'eau partagée par les membres d'une communauté villageoise).

1-3-la propriété collective: a ce propos, l'usage de l'actif est géré collectivement par un groupe d'individus, cela implique une procédure de décision collective.

1-4-la propriété mutuelle: plusieurs individus peuvent utiliser le bien, mais qu'ils peuvent transmettre le droit qu'ils possèdent sur ce bien à d'autres personnes, à la différence de la propriété communale (exemple: division des appartements dans un immeuble).

1-5- la propriété publique: le droit de propriété d'un actif détenu par un agent au service de l'Etat ou tout autre collectivité publique. Son contenu peut être variable car il dépend du système politique et des délimitations du pouvoir public entre autres.

Selon les néoclassiques, quand la décomposition du droit de propriété est entre les mains de plusieurs personnes, elle peut réduire l'efficacité de la firme. Par contre, seul un manager qui est aussi propriétaire peut avoir un intérêt à réduire le gaspillage, et améliorer ses efforts au sein de son entreprise.

Dans l'entreprise managériale, il existe une séparation entre le management assuré par le manager et la propriété assurée par le détenteur de capital. Dans ce cadre le dirigeant ne peut posséder que de l'usus alors que le fructus et l'abusus sont possédés par le propriétaire, ce qui peut entraîner des conflits d'intérêt.

1-6-Apport de la théorie des droits de propriété:

L'apport essentiel de cette théorie est de tracer les frontières de l'entreprise de manière assez nette. La propriété des actifs tangibles détermine l'entreprise

1-7-Critiques de la théorie des droits de propriété:

L'une des critiques majeures faite à la théorie des droits de propriété est la faiblesse des validations empiriques¹. L'analyse des rapports de discipline de pouvoir entre les différents acteurs de l'entreprise n'est pas faite¹.

¹ - A. Couret, « La théorie des droits de propriété » dans de nouvelles théories pour gérer l'entreprise *Economica* 1987, p. 60.

Section 6: L'asymétrie d'information:

L'asymétrie d'information est une relation entre deux parties où chaque partie n'est pas suffisamment informée sur l'autre. Elle permet d'analyser des comportements et des situations courantes de l'économie de marché. Généralement, on constate que sur le marché, un des deux acteurs disposent d'une meilleure information, il en sait plus que l'autre sur les conditions de l'échange. Cela contredit donc l'hypothèse de transparence de l'information du modèle standard de concurrence pure et parfaite. Des individus rationnels qui maximisent leur utilité, sont donc prêts à avoir des comportements opportunistes qui risquent de compromettre le fonctionnement efficace du marché.

Concernant le secteur bancaire, un aspect particulier de l'activité de crédit réside dans le fait que ni le risque, ni la rentabilité des opérations réalisables ne sont pas identiques. Cette opération de crédit étant unique, il en résulte une très grande variabilité des composantes risque et rentabilité. Le problème d'évaluation du risque crédit trouve son origine dans l'imperfection de l'information et l'asymétrie informationnelle qui rend difficile l'évaluation du risque des clients. L'incertitude porte ainsi à la fois sur le projet d'investissement et sur la qualité de l'emprunteur à mettre en œuvre la réussite du projet. Les asymétries d'information rattachées aux opérations de crédit peuvent être regroupées en deux catégories reflétant phénomènes d'information et d'action cachées².

L'asymétrie de l'information entraîne deux types de problèmes : l'anti-sélection qui survient avant la transaction, le risque moral qui se produit après la transaction. L'anti-sélection renvoie au fait que les mauvais risques de crédit sont ceux qui ont le plus de chances d'être financés par des prêts, et le risque moral renvoie à la situation où l'emprunteur s'engage dans des activités indésirables du point de vue du prêteur³.

1. Anti-sélection et aléa moral:

La présence de coûts de transaction sur les marchés financiers explique en partie pourquoi les intermédiaires financiers sont si importants⁴.

1 - B. Amann « La théorie des droits de propriété » dans de nouvelles théories pour gérer l'entreprise Paris Economica 1999 p. 13, spéc. P. 50.

2 - P.A. Chipri et M.O Yanelle, 1996, « le risque bancaire ; un aperçu historique » Revue d'économie Financière n°37 page 97-111

3 - Frédéric Mishkin, Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacosse-Labarthe, « Monnaie, banque et marchés financiers 8eme édition public par Pearson Education France année 2007 ».Pages 243-244.

4 - Mark Gertler , "financial structure and aggregate economic activity : an overview" journal of money , credit and banking 20 (1988) p.559-588

Une autre raison, peut-être encore plus importante, est qu'il est fréquent que les prêteurs connaissent trop peu les emprunteurs et leurs projets pour pouvoir prendre les bonnes décisions. Cette situation porte le nom d'asymétrie d'information. De manière générale, un emprunteur qui veut emprunter pour réaliser un projet connaît mieux le rendement potentiel et le risque associés à ce projet que le prêteur. Cette inégalité d'information crée deux problèmes différents, avant la transaction et après.

A ce titre, on peut distinguer deux situations d'information asymétrique : d'un part l'anti-sélection, où le marché est perturbé par le fait qu'une partie connaît mieux les caractéristiques du bien échangé au moment de la signature du contrat et d'autre part l'alea moral qui est une situation dans laquelle une des parties (encore appelée principal) ne peut contrôler l'action de l'autre partie (appelée agent) ou bien n'a pas les moyens d'en évaluer l'opportunité.

1- 1- La sélection adverse (l'anti- sélection):

L'anti-sélection est le problème que crée l'asymétrie d'information avant qu'une transaction n'ait lieu, il y a anti-sélection sur un marché financier lorsque les emprunteurs les plus susceptibles de conduire à de mauvais résultats (les plus risqués) sont ceux qui recherchent le plus activement du crédit et qui ont le plus de chance d'en obtenir et donc d'être sélectionnés.

En raison de l'anti-sélection, beaucoup de prêts risqués sont accordés, mais si les prêteurs craignent trop de ce fait de perdre leur argent, ils peuvent décider de ne pas prêter du tout alors même qu'il y a parmi les candidats de bons emprunteurs potentiels.

Tant que l'investisseur connaît ses emprunteurs, il n'a pas de problèmes et attend seulement que le sérieux vienne le voire. Mais s'il ne le connaît pas bien c'est-à-dire, si l'information est asymétrique, il risque de prêter au mauvais emprunteur qui est prêt à payer un taux d'intérêt plus élevé. L'information asymétrique peut interdire la réalisation d'échanges mutuellement avantageux.

La sélection adverse est due à un problème d'asymétrie d'information qui se déclare au moment de la signature de contrat. Lorsque les acheteurs observent imparfaitement la qualité de biens qu'ils désirent acquérir, les vendeurs ont intérêt à surestimer la qualité de leurs produits afin de les vendre au prix le plus élevé possible. Les acheteurs ne peuvent donc ni avoir confiance dans les déclarations des vendeurs, déduire qu'un prix élevé signifie une bonne qualité. Dans tel cadre les vendeurs de biens de bonne qualité, qui valent effectivement

un prix élevé, peuvent être dans l'impossibilité de vendre leur produit à leur véritable prix dans la mesure où les acheteurs doutent de sa qualité.

L'exemple des automobiles d'occasion:

L'effet de l'anti-sélection sur la structure financière.

Le problème des « rossignols » (lemons)

L'économiste George Akerloff¹, a analysé le problème de l'anti-sélection en touchant le fonctionnement du marché. Cette caractérisation est connue sous le nom de problèmes des rossignols, et elle est illustrée notamment par le fonctionnement du marché des voitures d'occasions, où sont couramment présentés des modèles de mauvaises qualités. Les acheteurs potentiels de voitures d'occasion sont en général incapables d'évaluer leur qualité ; en effet, ne peuvent observer si un modèle particulier est une voiture de bonne qualité ou un rossignol qui leur donnera constamment des soucis.

Le prix payé par l'acheteur doit par conséquent refléter la qualité moyenne des voitures exposées sur ce marché, qui se situe quelque part entre la valeur la plus basse d'un rossignol et la valeur élevée d'une bonne voiture.

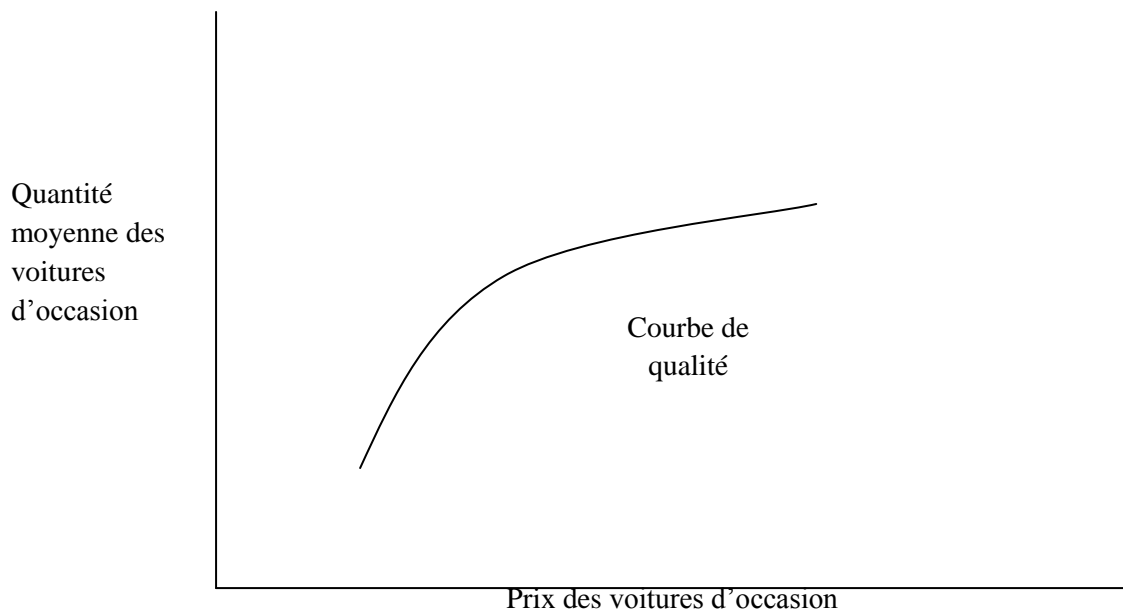
Le propriétaire d'une bonne voiture en sens contraire, a plus de chance de savoir si la voiture est un vrai bijou ou un vieux rossignol. Si la voiture est un rossignol, le propriétaire sera vraiment heureux de la vendre au prix auquel l'acheteur accepte de la payer, puisque ce prix, qui se situe entre la valeur d'un rossignol et celle d'une bonne voiture, est plus élevé que la valeur du rossignol. Cependant, si la voiture est un véritable bijou, le propriétaire sait que le modèle est sous évalué par le prix que l'acheteur est disposé à payer, si bien que le propriétaire peut ne pas vouloir la vendre. Il résulte de cette anti-sélection que très peu de voitures d'occasion de bonne qualité sont mises sur le marché.

Les figures ci-après montrent l'influence de l'information imparfaite² sur l'équilibre du marché des voitures d'occasion. Cette figure représente pour chaque prix (mesuré le long de l'axe horizontal) la qualité moyenne des voitures d'occasion vendues sur le marché. Quand les prix augmentent, la qualité moyenne augmente. La figure 1.2 représente la courbe d'offre de voitures d'occasion. Quand le prix augmente, le nombre de voitures offertes à la vente sur le marché s'accroît, pour toutes les raisons habituelles.

1 - George Akerloff « The market for lemons: quality uncertainly and the market mechanism "Quarterly journal of Economics 84-(1970) p. 488.500.

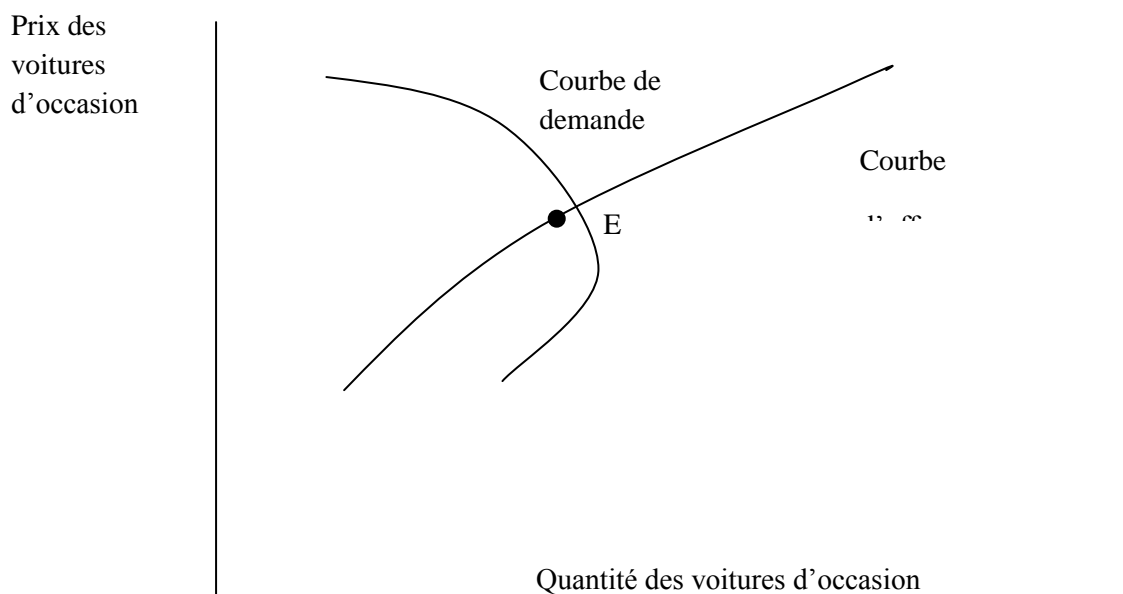
2 - Joseph E. Stiglitz – Carl E. Walsh, « Principes d'économie moderne » - 2^o édition, édition de Boeck université année 2004 page 314

Figure 1.1- Un marché comportant des véhicules en mauvais état (Lemons)



Source : J.E. Stiglitz, C.E.Walsh, « Principes d'économie bancaire », 2004, page 314.

Figure 1.2 : un marché comportant des véhicules en mauvais état (Lemons)



Source: J.E. Stiglitz, C.E.Walsh, « Principes d'économie bancaire », 2004, page 314

La figure 1.1, indique que la quantité moyenne d'une voiture d'occasion augmente au fur et à mesure que son prix augmente. La figure correspond à une courbe d'offre croissante

typique. En revanche, la courbe de demande revient en arrière. En effet, les acheteurs savent que la qualité est inférieure lorsque les prix sont peu élevés. Par conséquent, ils choisissent d'acheter moins quand le prix baisse. La figure 1.2 montre que l'équilibre de marché s'établit au point E.

La courbe de la demande apparaît également sur le graphique. Elle a une forme particulière. Elle est croissante à un certains moments et décroissante à l'autre. En effet, quand le prix monte, la qualité moyenne augmente. La demande ne dépend pas seulement du prix mais aussi de la qualité. Si la qualité se dégrade rapidement quand le prix baisse, alors la quantité demandée diminue avec la baisse des prix. Les consommateurs reçoivent moins pour un même montant monétaire. L'équilibre apparaît sur la figure 1.2.

Cette situation correspond à un cas d'information asymétrique entre les vendeurs et les acheteurs.

1.1.1 La réduction de l'anti-sélection:

Le problème des rossignols disparaît en l'absence d'asymétrie d'information. Les acheteurs observent la qualité des voitures d'occasion aussi bien que les vendeurs, s'ils peuvent distinguer un bon modèle d'un mauvais, alors ils acceptent de payer au prix fort les modèles de bonne qualité. Si les propriétaires des bonnes voitures savent qu'ils peuvent obtenir un prix correct, ils acceptent de vendre ces voitures sur le marché. De nombreuses transactions ont lieu et le marché parvient à transférer de bonnes voitures aux individus qui désirent en acheter¹.

Aussi les acquéreurs de titres sont capables de différencier les bonnes entreprises des mauvaises, ils régleront la valeur exacte des titres émis par les bonnes entreprises, et celles –ci vendront leurs titres sur le marché. Le marché des titres sera alors capable de transférer des fonds aux bonnes entreprises, donc à celles qui ont les meilleures possibilités d'investissement productif

1.1.2 La production privée et la vente d'information:

Le remède à l'anti-sélection sur les marchés financiers consiste à éliminer l'asymétrie d'informations en fournissant aux agents qui détiennent des fonds tous les détails nécessaires sur les individus ou les entreprises cherchant à financer leurs activités d'investissement. Une manière de divulguer cette information aux épargnants est de confier à des sociétés privées

1- Frédéric Mishkin, Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacosse-Labarthe, « Monnaie, banque et marchés financiers 8ème édition public par Pearson Education France année 2007 » page 209.

le soin de collecter et de produire l'information qui permet de distinguer les bonnes et les mauvaises entreprises, et de vendre ces informations.

En raison du comportement du passager clandestin, le système de production privée et de vente d'information, ne solutionne pas le problème de l'anti-sélection sur le marché des titres. Un passager clandestin profite de l'information qu'il n'a pas payée et explique que la vente privée d'information ne constitue qu'une solution partielle aux problèmes des rossignols.

L'anti-sélection (le problème des rossignols) continuera à interférer avec le fonctionnement efficace des marchés des titres.

1.1.3 La réglementation publique de l'information:

Les passagers clandestins empêchent le marché privé de produire suffisamment d'information pour éliminer toutes les asymétries qui conduisent à l'anti-sélection. Les marchés financiers peuvent bénéficier d'une intervention de l'état. L'état pourrait par exemple, produire une information qui permettrait aux investisseurs de distinguer les bonnes des mauvaises entreprises, et les fournirait au public sans frais. Cependant, cette solution implique que l'état porte un jugement négatif sur certaines entreprises, une pratique qui, politiquement présenterait bien des difficultés. L'autre possibilité consiste pour l'Etat à contrôler les marchés de titres d'une façon qui incite les entreprises à divulguer une information sincère sur elles –mêmes, de manière que les investisseurs puissent déterminer tout seuls dans quelle mesure ces sociétés sont bonnes ou mauvaises. Aux Etats Unis, la Securities and Exchange Commission (SEC) est l'agence fédérale qui impose aux entreprises vendant leurs titres sur le marché d'adhérer à des principes comptables normalisés et de révéler une information exacte sur le volume de leurs ventes, le montant de leurs actifs et leurs profits. On trouve dans les autres pays des réglementations comparables, par exemple au Royaume Uni celle de la Financial.

Services Authority, en France celle de l'autorité des marchés financiers, ou au Japon celle de la Financial Services Agency. Cependant l'obligation d'informer ne fonctionne pas toujours de manière satisfaisante, comme l'ont montré l'effondrement récent d'Enron¹ et les scandales sur les manipulations des comptes d'autres sociétés – World Com., etc.

1- Enron: société spécialisée dans la distribution d'énergie aux USA. Détentrice du quart de ce marché. Elle était valorisée à 77 000 000 000 USD en aout 2000 (1 an avant son effondrement). En 2001, Enron s'effondra à la suite d'une perte de 618 000 000 000 USD et reconnut des erreurs comptables, la SEC déclencha une enquête formelle sur les transactions financières et décela que le directeur financier ayant soustrait du bilan des montants

L'effondrement d'Enron montre que la réglementation, peut amoindrir les problèmes d'asymétrie d'information, mais qu'elle ne peut pas les éliminer. Les dirigeants sont très fortement incités à dissimuler les difficultés de leur entreprise, ce qui, pour les investisseurs, sont très difficiles l'estimation de leur véritable valeur.

La faillite d'Enron a non seulement accru les inquiétudes des marchés financiers sur la qualité de l'information comptable diffusée par les entreprises, mais elle a aussi entraîné de graves difficultés pour les anciens employés de l'entreprise qui ont vu s'effondrer la valeur de leur retraite. L'indignation suscitée par la duplicité des dirigeants d'Enron fut très vive, et plusieurs d'entre eux furent mis en examen, jugés et condamnés à de fortes amendes et à de lourdes peines d'emprisonnement.

L'anti-sélection provenant de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers contribue à expliquer pourquoi les marchés financiers figurent parmi les secteurs les plus fortement réglementés de l'économie. La réglementation publique destinée à accroître l'information des investisseurs est nécessaire pour réduire l'anti-sélection qui affecte le fonctionnement efficace des marchés des titres (actions et obligations).

Même si la réglementation publique atténue l'anti-sélection, elle ne l'élimine pas complètement.

Parfois, les mauvaises entreprises sont incitées à se faire passer pour de bonnes entreprises parce que cette image leur permet de rechercher pour leur titre un prix plus élevé. De mauvaises entreprises n'hésiteront pas à maquiller l'information qu'elles doivent transmettre au public, rendant ainsi plus difficile le classement par les investisseurs des bonnes entreprises et des mauvaises.

1.1.4 L'intermédiation financière:

La production privée d'information et la réglementation publique diminuent mais n'éliminent pas complètement l'anti-sélection sur les marchés financiers.

Les intermédiaires financiers jouent sur les marchés financiers un rôle comparable à celui des vendeurs de voitures d'occasion dans la mesure où ils contribuent à résoudre l'anti-sélection. Un intermédiaire financier par exemple une banque, devient expert dans la production de l'information¹ sur les entreprises ; elle est capable de classer les bons risques

importants de dettes et de contrats financiers. Ces contrats permettaient à Enron de cacher ses difficultés financières et par la suite obtenir 1 500 000 000 USD de ses banquiers. et de contrats financiers.

1-Castel M.et Yanel (1991), « la nouvelle intermédiation, développement des marchés et financement des entreprises » revue d'économie financière, n°16 p.41-61.

de crédits et les mauvais. Elle peut alors acquérir des fonds auprès des déposants et les prêter aux bonnes entreprises. Puisque la banque peut prêter principalement à de bonnes entreprises, elle est capable d'obtenir un rendement sur ses prêts plus élevé que le taux d'intérêt qu'elle doit payer à ses déposants. Le profit qui en résulte permet à la banque de s'engager dans cette activité de production d'information.

Si la banque profite de l'information qu'elle produit, elle le doit principalement au fait qu'elle écarte les passagers clandestins parce qu'elle consent des prêts privés plutôt qu'elle n'achète des titres sur le marché. Dans la mesure où un prêt particulier ne fait pas l'objet d'un échange, les investisseurs ne peuvent pas observer les conditions offertes par la banque et pousser à la hausse les prix du prêt jusqu'au point où la banque ne recevrait aucune compensation pour l'information produite. Le rôle de la banque en tant d'intermédiaire qui détient essentiellement des prêts non négociables constitue l'élément clé de la réduction de l'asymétrie d'information sur les marchés financiers.

L'analyse de l'anti-sélection montre que les intermédiaires financiers en général et les banques en particulier, dans la mesure où ils détiennent une grande proposition de prêts non négociables, devraient jouer un rôle plus grand dans les transferts de fonds aux sociétés que le marché des titres.

L'analyse explique que la finance intermédiée est beaucoup plus importante que la finance directe et que les banques, constituent la source la plus importante de fonds externes pour financer les entreprises. Cette analyse explique aussi un aspect important pour les pays en développement à savoir que les banques y jouent un rôle plus grand que le marché financier. Nous avons vu que lorsque la qualité de l'information sur les entreprises est meilleure, les problèmes liés aux asymétries d'information sont atténués et il devient plus facile pour les entreprises d'émettre des titres. Cependant l'information sur les entreprises privées est plus difficile à obtenir dans les pays en développement que dans les pays industrialisés, dans ces conditions, la moindre place occupée par les marchés des titres laisse un rôle plus important pour l'intermédiation financière et en particulier les banques.

Notre analyse de l'anti-sélection explique que les grandes entreprises obtiennent plus facilement des fonds sur le marché des titres, mode de financement direct, qu'auprès des banques ou des intermédiaires financiers, mode de financement indirect. Plus une société est connue, plus l'information relative à ses activités est disponible sur le marché. Il est donc plus facile d'évaluer la qualité de l'entreprise et de déterminer s'il s'agit d'une bonne ou d'une mauvaise entreprise.

1.1.5- Le collatéral et l'actif net :

L'anti-sélection n'affecte le fonctionnement des marchés financiers que si le prêteur subit une perte quand l'emprunteur est défaillant et par la même incapable de rembourser son prêt. Les conséquences de l'anti-sélection peuvent être réduites par les garanties ou le collatéral. A ce moment les pertes du prêteur sont réduites en cas de défaillance de l'emprunteur. L'emprunteur fait défaut, le prêteur peut vendre le collatéral et utiliser les recettes pour compenser les pertes subies sur le prêt. Les prêteurs préfèrent par conséquent sécuriser les prêts par des garanties, et les emprunteurs acceptent de fournir du collatéral parce que la réduction du risque facilite l'accord du prêt et permet éventuellement de baisser le taux d'intérêt. La présence d'anti-sélection sur le marché du crédit explique ainsi pourquoi le collatéral est une caractéristique importante des contrats de dettes.

L'actif net représente la différence entre les actifs d'une entreprise et ses engagements. L'actif net peut jouer un rôle comparable au collatéral. Quand une entreprise détient une valeur nette élevée, même si elle s'engage dans des investissements qui produisent des profits négatifs et sa défaillance au moment de rembourser sa dette, le prêteur peut exercer un droit sur cet actif net, le saisir, le vendre et utiliser le produit pour compenser une fraction des pertes subies sur le prêt. En outre, plus l'actif net d'une entreprise est élevé, moins sa probabilité de défaut est grande dans la mesure où elle détient une sorte de réserve de valeur pour rembourser ses prêts. De plus, quand une entreprise cherche à obtenir des crédits et que sa valeur nette est élevée, les conséquences de l'anti-sélection sont moins importantes et les prêteurs acceptent plus volontiers de lui accorder des prêts. La croyance selon laquelle « seuls les gens qui n'ont pas besoin d'argent peuvent en emprunter » se trouve ici confrontée par l'analyse.

1-1-6-Les effets de l'asymétrie d'information sur le marché du crédit : le rationnement du crédit

Le banquier prêteur sur le marché du crédit, ne connaît qu'imparfaitement les risques afférents aux prêts qu'il accorde. En revanche les emprunteurs connaissent parfaitement la probabilité de réussite de leur projet. Il y a donc une asymétrie d'information qui va provoquer une anti-sélection. Les banques fixent des taux d'intérêts assez élevés pour leur permettre de se couvrir de la probabilité de tomber sur de « mauvais emprunteurs » mais ces taux risquent de faire fuir les « bons emprunteurs » qui mériteraient des taux d'intérêts plus faibles. Comme les emprunteurs risqués ont une demande de crédit moins élastique au taux d'intérêt, la banque sélectionne involontairement les emprunteurs risqués et se voit dans

l'obligation d'augmenter encore ses taux. Il existe un seuil au dessus duquel l'augmentation du risque est plus forte que l'augmentation du taux. Les intermédiaires renoncent à augmenter leur taux d'intérêt au-delà. Non seulement les emprunteurs à faible risque n'ont pas pu trouver le moyen de financer leurs projets, mais tous les emprunteurs à haut risque n'ont réussi à se faire financer car le crédit a été rationné ; le marché s'est clos sans être soldé (égalité entre l'offre et la demande)¹.

Une autre manière pour les institutions financières de gérer l'anti-sélection et le risque moral réside dans le rationnement du crédit : il consiste à refuser d'accorder des prêts, même à des emprunteurs qui sont prêts à payer un intérêt donné ou même plus élevé. Le rationnement du crédit prend deux formes. La première correspond au refus du prêteur d'accorder un prêt quel qu'en soit le montant à un emprunteur, même si celui-ci est prêt à payer un intérêt plus élevé. La seconde se produit quand un prêteur est disposé à accorder un crédit mais en le réduisant à un montant plus faible que celui qui est souhaité par l'emprunteur.

Si un emprunteur s'engage dans un investissement très risqué et qu'il réussisse, il deviendra extrêmement riche. Mais un prêteur ne voudra pas faire ce genre de prêt précisément parce que le risque de l'investissement est élevé ; le résultat vraisemblable est que l'emprunteur ne réussira pas et que le prêteur ne sera pas remboursé. Imposer un taux d'intérêt plus élevé aggrave le phénomène d'anti-sélection pour le prêteur ; c'est à dire qu'il accroît la probabilité que le prêteur prête à de mauvais risques. Le prêteur préférera ne pas accorder de prêt à des taux plus élevés ; il s'engagera dans le premier type de rationnement du crédit à la place, et refusera d'accorder des prêts.

Les institutions financières s'engagent dans le second type de rationnement du crédit pour se préserver du risque moral : elles accordent des prêts, mais des prêts aussi élevés que le désirerait l'emprunteur. Ce genre de rationnement du crédit est nécessaire, car plus le prêt est important, plus les bénéfices du risque moral le seront.

1-1-7- Solutions aux problèmes de sélection adverse:

Des solutions ont été apportées aux problèmes de sélection adverse à savoir : le signal et le filtrage.

¹ Stiglitz J et A Weiss (1981) « credit rationing in markets with imperfect information », the American economic Review 1981 vol. 71 n°03 p.93-410.

1-1-7-1- Théorie du signal:

La théorie des signaux se fonde sur le fait que l'information est inégalement partagée ou asymétrique, les dirigeants d'une entreprise disposant notamment d'une information supérieure à celle de ses pourvoyeurs de fonds. Dès lors, une politique de communication efficace est nécessaire : les dirigeants doivent non seulement prendre des décisions justes, mais aussi en convaincre le marché. Pour ce faire, ils ont recours au signal, décision financière porteuse de conséquences financièrement négatives pour son initiateur au cas où ce signal se révélerait erroné. Cette théorie, qui met en évidence l'importance de la crédibilité du signal (d'où la nécessité des sanctions en cas de mensonge), incite à s'interroger sur la perception qu'auront les investisseurs de toute décision financière (et non sur sa seule portée objective).¹

1-1-7-2- Le filtre:

Pour solutionner le problème de la sélection adverse, on utilise le filtre dans le cadre d'information parfaite et imparfaite.

a- le filtre dans un cadre d'information parfaite:

Partant de ce principe, comment l'individu filtre-t-il l'information ?

L'agent reçoit l'information et sait qu'elle est parfaite, vraie et certaine. Son filtre personnel peut alors déterminer en fonction de sa propre fonction d'utilité quel est le meilleur comportement qui offre le meilleur résultat pour lui, puisqu'il est doté d'une rationalité substantive. Son comportement peut être différent d'un autre agent si celui-ci dispose d'une autre fonction d'utilité. L'un préfère épargner quand l'autre doit rembourser ses dettes ou investir et, de ce fait, les différences d'utilité en un temps déterminent les diversités de comportement sur le marché et donc l'existence même du marché des biens. C'est cette diversité des utilités caractéristiques qui permet l'échange, car sans cela, il n'y aurait sur le marché que des vendeurs ou des acheteurs².

Dans un cadre d'information parfaite, le filtre personnel de l'agent est donc déterminé par sa seule fonction d'utilité, et l'information est analysée au moyen d'une rationalité substantive qui ne conduit qu'à un seul comportement (optimal), fut-ce au prix de calcul formellement compliqués. En d'autres termes, à l'aide de sa rationalité, l'agent décrypte l'information qui lui vient de l'extérieur et en déduit un comportement, sans tenir compte du

1 - Michael Spence, "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets", Juin 2002.

2 - Kenneth J. Arrow, « Rationality of Self and Others in an Economic System » in Hogarth Robin M. et Reder Melvin W. (éds.), *Rational Choice*, University of Chicago Press, 1987.

comportement des autres. Bien entendu, la conception standard pure que nous venons de rappeler est parfaitement irénique et idéal typique, de l'aveu même de ses promoteurs. Elle sert de référence intellectuelle pour permettre l'analyse des cas concrets, ceux précisément pour lesquels l'information n'est pas assez parfaite.

b -le filtre dans un cadre d'information imparfaite:

Le modèle dominant de gouvernement des entreprises a cherché à tenir compte davantage du réalisme des pratiques : informations difficiles à obtenir, compliquées, manquantes et incomplètes. En réponse, le filtre informationnel des individus est conçu comme de plus en plus complexe lorsque l'information est imparfaite en raison notamment de l'opportunisme et de l'émergence de stratégies liées à des intérêts divergents entre acteurs. Dans ce cadre, il est alors d'autant plus indispensable de filtrer l'information que sa qualité n'est pas assurée : elle dépend de l'émetteur, des canaux ou des bruits émis par d'autres acteurs. La rationalité substantive, considérée comme filtre absolu, n'opère donc plus aussi aisément, il faut que l'agent s'inquiète de la qualité de l'information qu'il reçoit et ajoute cette dimension à son « filtre ».

Comme la question de l'information est liée à celle de l'échange et de la coordination, le recours au marché entraîne des coûts d'information et de communication¹. Ce qui est vrai pour les firmes, l'est aussi pour les agents. Les conséquences d'une information imparfaite ont été abordées de manière surabondante mais disparate par la théorie contractuelle. Proprement parler, il n'y a pas de théorie unifiée dans un cadre d'information imparfaite.

1-1-8- L'agence pour atténuer l'asymétrie:

La théorie de l'agence a déjà fait l'objet de présentation dans la section 4- 2 intitulée les couvertures assurées par les systèmes de gouvernement d'entreprise, du présent chapitre.

1-1-9- L'importance de l'information imparfaite:

Selon Joseph E Stiglitz et Carl E Walsh¹, on a parfois qualifié l'économie moderne d'économie de l'information. Cela tient à ce que les avancées de la technologie informatique ont fortement accru notre capacité de traiter l'information et à ce qu'une partie importante de l'activité économique fait intervenir des processus de collecte, de traitement et de diffusion de l'information. Les directeurs des ressources humaines à la recherche d'employés potentiels ; les responsables des prêts bancaires essaient d'évaluer la solvabilité de leurs

¹ - Coase Ronald (1937) Op.cit.

¹ - J.E Stiglitz et Carl E. Walsh, « Principes d'économie moderne » 2ème édition de Boeck université année 2004 p.328.

emprunteurs potentiels ; les responsables du marketing tentent de repérer les marchés potentiels pour de nouveaux produits ; les grands magasins ont des acheteurs qui parcourent le monde en quête de nouveaux fournisseurs. Mais, quelle que soit la qualité d'information que détient une personne, elle est rarement satisfaite. Elle en veut toujours plus.

Non seulement l'information est imparfaite, mais des personnes différentes disposent d'informations différentes. L'information est asymétrique. Le vendeur d'une voiture a plus d'information sur l'état de sa voiture que l'acheteur. Le candidat qui postule pour un emploi connaît mieux ses points forts et ses points faibles que l'entreprise qui lui fait passer entretien. L'emprunteur détient en général plus d'information que le prêteur sur ce qui risque de l'empêcher de rembourser son prêt. Comme les participants à une transaction n'ont pas toujours intérêt à être tout à fait honnêtes, la partie la mieux informée a parfois du mal à communiquer de façon crédible des informations à l'autre partie.

Le fait que les individus et les entreprises prennent essentiellement leurs décisions sur la base d'informations imparfaites agit sur le comportement des marchés de plusieurs façons. Tout d'abord les entreprises et les individus essaient de compenser le manque d'informations. Ensuite, sur les marchés où existent des problèmes de sélection adverse et de risque moral, les entreprises peuvent modifier les prix pour transmettre des informations, sur la qualité des biens. Par ailleurs, les individus et les entreprises peuvent donner des informations sur leurs différentes caractéristiques à l'aide de signaux spécifiques en vue de se construire une bonne réputation.

1-2-L'aléa moral (risque moral):

Le risque moral est le problème créé par l'asymétrie d'information après la réalisation d'une transaction. Le risque moral sur un marché financier est le risque que l'emprunteur s'engage dans des activités considérées comme indésirables (immorales) par le prêteur parce qu'elles augmentent le risque du projet auquel est consacré le prêt et diminuent donc la probabilité qu'il soit remboursé. Du fait que le risque moral augmente le risque de pertes, les prêteurs peuvent décider de ne pas prêter, alors même que le projet initial est bon et même si, en réalité, les emprunteurs ne souhaitent pas augmenter son risque¹.

Si le prêteur sait que l'emprunteur risque d'aller jouer le prêt, il peut l'empêcher, et éviter l'accroissement de son risque. Mais s'il ne le sait pas, malgré l'interdiction, il risque de

1- P. Milgrom et J.Roberts « Economic, organisation & management » Grenoble 1997

tout perdre. S'il l'anticipe, il peut préférer ne pas prêter. De nouveau, l'information asymétrique peut interdire la réalisation d'échanges mutuellement avantageux.

Quand les intermédiaires financiers existent, les investisseurs peuvent leur prêter leur argent en courant moins de risques qu'en prêtant directement à des entrepreneurs ou des particuliers. En effet, ils savent que les intermédiaires financiers sont mieux équipés qu'eux – même pour sélectionner les bons emprunteurs et éviter les « mauvais risques », ce qui réduit le risque d'anti-sélection. Par ailleurs, les intermédiaires financiers sont aussi des experts de la surveillance des emprunteurs, ce qui réduit le risque moral. Parce qu'ils sont spécialisés dans ces tâches de réduction de l'asymétrie d'information, les intermédiaires financiers peuvent payer un intérêt aux déposants ou leur fournir des services tout en gagnant de l'argent¹.

Dans le cas des phénomènes d'anti-sélection, il a été question des situations où l'asymétrie d'information intervient au moment de la conclusion du contrat, elle concerne la nature et la qualité des biens offerts sur le marché mais il est difficile d'anticiper le comportement de l'acheteur après avoir acheté. On parlera alors de « comportement caché », « d'aléas moral » ou de « hasard moral ». Cette absence de connaissance parfaite du comportement après achat conduit à une situation où le marché ne peut être traité de façon globale. Chaque cas devient un cas particulier.

Mais le développement de l'économie de l'information a conduit à donner une définition plus générale du risque moral. On distingue deux types de situations

Dans le premier cas, l'individu non informé (le principal) ne peut apprécier l'action de son partenaire (l'agent). Celui-ci est tenté de se comporter dans son propre intérêt et d'annoncer au principal non informé que les mauvais résultats sont le fait d'événements indépendants de sa volonté.

Dans le second cas, le principal non informé peut observer l'action, mais ne peut vérifier si elle est appropriée, car il ne peut apprécier les circonstances dans lesquelles le diagnostic doit être établi et la décision d'agir effectivement prise. Cette situation émerge pour tous les services d'experts : les experts disposent d'une information privée dans la mesure où ils sont seuls à pouvoir établir un diagnostic. Ils peuvent donc avoir intérêt à annoncer un diagnostic erroné bien qu'ils choisissent ensuite une action parfaitement adaptée au diagnostic.

¹ Frédéric Mishkin, Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacosse-Labarthe, op.cit, page 214.

Lorsqu'il y a aléa moral, le problème est d'inviter l'agent qui dispose d'une information privée à prendre une décision optimale pour l'individu non informé. Le problème est donc différent de celui rencontré dans le cas d'anti-sélection, où l'individu non informé doit sélectionner un bon partenaire ou un bon produit. Le moyen de résoudre le problème du risque moral est donc de trouver une procédure incitative, tandis que le moyen de résoudre le problème de l'anti-sélection est de trouver une procédure permettant d'obtenir une information sur une qualité intrinsèque, d'un produit ou d'un individu.

Le résultat central de l'économie de l'information est l'inefficacité économique de l'échange et de la concurrence lorsqu'il existe des coûts d'acquisition de l'information. Les agents qui disposent d'un avantage informationnel bénéficient généralement d'un avantage dont ils vont chercher à profiter de manière indue.

1.2.1 L'influence du risque moral sur la structure financière des marchés de dette:

Les contrats de dette sont sujets au risque moral même en tenant comptes des avantages qui ont été soulignés précédemment. Un contrat de dette exige de l'emprunteur qu'il paie un montant fixe, mais il le laisse conserver tous les profits supérieurs à ce montant ; l'emprunteur est donc incité à entreprendre des projets d'investissement plus risqués que ceux que choisirait le prêteur.

Cependant, une fois les fonds versés à l'entrepreneur, celui-ci pourrait les utiliser à des fins autres que celles liées au projet. Au lieu de conserver le crédit obtenu au développement de l'entreprise, l'emprunteur pourrait les investir dans une activité plus risquée, par une activité de recherche et développement qui lui donnerait une chance sur dix d'inventer un nouveau produit et lui promettrait une avance technique importante sur ses concurrents.

Manifestement ce dernier investissement est plus risqué, mais s'il est couronné de succès, la réussite de l'entrepreneur sera éclatante. Ce dernier est donc incité à entreprendre un investissement plus risqué en utilisant l'argent qui lui a été prêté parce que ses gains seraient très importants s'il réussissait. Le prêteur en revanche serait très ennuyé si l'entrepreneur utilisait son argent pour financer l'investissement plus risqué, dans la mesure où, en cas d'échec (une situation dont la probabilité est forte), ce serait lui qui perdrait le plus, sinon la totalité des fonds avancés .Et dans le cas où le projet connaîtrait le succès, le prêteur ne pourrait partager les fruits de ce succès puisqu'il obtiendrait toujours un rendement de certains taux sur le prêt, étant donné que le principal et les paiements d'intérêts sont fixés. Dans la mesure où les fonds prêtés financeraient un projet risqué, le risque moral potentiel

rend improbable la conclusion de l'opération de prêt, même si au départ le projet d'investissement moins risqué apparaissait comme une entreprise bénéfique à la fois pour l'entrepreneur et le prêteur.

1.2.1.1. La réduction du risque moral dans les contrats de dette :

Quand l'entrepreneur est lui-même plus exposé parce que son actif net est élevé, le risque moral, c'est à dire la tentation d'agir d'une manière que le prêteur trouve répréhensible, est fortement réduit car l'emprunteur a lui – même beaucoup à perdre.

Si l'emprunteur engage davantage de fonds qui lui appartiennent en propre dans l'entreprise, il devient alors plus facile de lui consentir un prêt. Comme on le voit l'actif net fournit des éléments pour réduire le risque moral, dans la mesure où le contrat de dette représente un schéma incitatif .En effet, ce contrat fait correspondre les incitations de l'emprunteur avec celles du prêteur .Plus l'actif net de l'emprunteur est élevé, plus celui ci est incité à se comporter d'une façon qui correspond à celle qu'espère et désire le prêteur ; dans ces conditions, le risque moral associé au contrat de dette est réduit et il est plus facile pour l'emprunteur de lever des fonds pour la firme. En sens contraire, quand la valeur nette de l'emprunteur est faible, le risque moral est plus élevé et il est plus difficile pour la firme d'emprunter.

1.2.1.2. Le contrôle et l'exécution de clauses protectrices.

Plus le prêteur est convaincu que l'emprunteur n'investit pas dans un projet plus risqué que le projet initial, plus son prêt de fonds lui paraît rentable. Le prêteur peut s'assurer que les fonds sont bien affectés à l'utilisation qu'il désire. Il prend la précaution de rédiger un texte comprenant des clauses protectrices (convenant) associées au contrat de dette afin de restreindre les activités de l'entreprise. Les clauses restrictives d'une convention de crédit définissent des cas où le non respect des objectifs par l'emprunteur peut entraîner la déchéance du prêt et l'obligation de le rembourser par anticipation.

Les clauses protectrices sont destinées à réduire le risque moral soit en empêchant un comportement indésirable, soit en favorisant une attitude responsable.

Quatre types de clauses protectrices permettent d'atteindre cet objectif¹:

1-2-1-2-1- Clauses décourageant les comportements indésirables:

On peut imaginer des clauses destinées à réduire le risque moral qui empêchent l'emprunteur d'adopter une attitude indésirable consistant à entreprendre des projets

1- Frédéric Mishkin, Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacosse-Labarthe, *op.cit.*, page 219.

d'investissement risqués .De telles clauses stipulent qu'un prêt ne peut être utilisé que pour financer des activités spécifiques telles que l'achat d'un équipement particulier ou de biens intermédiaires spécifiés. D'autres clauses empêchent la firme emprunteuse de s'engager dans certaines activités risquées, par exemple l'acquisition d'autres entreprises.

1-2-1-2-2- Clauses encourageant un comportement désirable:

Les clauses protectrices peuvent encourager l'emprunteur à s'engager dans des activités souhaitables qui augmentent la probabilité de remboursement du prêt. Un exemple de clause restrictive de ce genre est celle qui exige du chef de famille la souscription d'une assurance vie qui permettrait de rembourser le prêt hypothécaire en cas de décès. Ces clauses protectrices sont utilisées pour encourager les entreprises emprunteuses à conserver un actif net aussi élevé que possible dans la mesure où la richesse nette réduit d'autant plus de risque morale qu'elle est élevée et qu'elle rend plus probable l'absence de pertes pour le prêteur . Les clauses spécifient en particulier que la firme doit conserver un montant minimal de certains actifs proportionnel à la taille du bilan.

1-2-1-2-3- Clauses préservant la valeur du collatéral:

Comme le collatéral constitue une protection importante pour le prêteur, des clauses protectrices peuvent encourager l'emprunteur à préserver le collatéral et s'assurer qu'il conserve les actifs donnés en garantie.

1-2-1-2-4- Clauses fournissant une information:

Les clauses protectrices exigent également d'une firme qui s'endette qu'elle fournisse périodiquement une information sur ses activités, de manière à faciliter le contrôle, sous forme de comptes trimestriels, de manière à faciliter le contrôle par le prêteur et à réduire le risque moral. Le ratio des frais financiers au résultat d'exploitation de l'entreprise fait l'objet d'une surveillance particulièrement attentive, car il permet de mesurer indirectement l'augmentation de l'endettement de celle-ci, qui reste généralement caché au prêteur initial. Ce type de clause peut aussi stipuler que le prêteur a le droit d'ordonner un audit et une inspection des comptes de l'entreprise à n'importe quel moment.

Les contrats de dette ont besoin de clauses protectrices élaborées pour diminuer le risque moral.

1.2.1.3 L'intermédiation financière:

Bien que les clauses protectrices aident à réduire le risque moral, elles ne l'éliminent pas complètement. Il est presque impossible de rédiger des clauses qui éliminent toute activité

risquée. En outre, les emprunteurs peuvent être assez avisés pour exploiter des lacunes qui rendent inefficaces les clauses protectrices.

Parfois, une clause protectrice est dépourvue de signification si l'emprunteur peut la violer parce qu'il sait que le prêteur ne la vérifiera pas ou refusera de payer pour exercer un recours légal. Dans la mesure où la surveillance et l'exécution de ces clauses sont coûteuses, le problème du passager clandestin ressurgit dans les contrats de dette exactement comme dans les contrats de fonds propres. Si on sait que les autres, porteurs d'obligations exercent un contrôle et vérifient l'application des clauses protectrices, alors il est possible pour un porteur d'obligations individuel d'agir en passager clandestin et de ne pas procéder lui-même à la surveillance. Mais comme les autres créanciers peuvent adopter le même comportement, il peut en résulter une insuffisance des ressources consacrées à la surveillance et à l'exécution des clauses protectrices. Le risque moral dans ces conditions représente un problème majeur pour le marché de la dette¹.

Les banques, ont la possibilité d'écarter les passagers clandestins dans la mesure où elles consentent des prêts privés. Les prêts privés ne sont pas, en général échangeables, si bien qu'aucun autre agent ne peut intervenir en passager clandestin dans la surveillance et l'exécution des clauses protectrices exercées par l'intermédiaire. L'intermédiaire perçoit ainsi seul les bénéfices de surveillances et du contrôle, et il contribue ainsi à réduire le risque moral inhérent au contrat de dette.

Le concept de risque moral nous a donc donné des raisons supplémentaires qui expliquent pourquoi les intermédiaires financiers jouent un rôle plus important dans le transfert de fonds des épargnants aux emprunteurs que les titres de dette du marché.

2- Intérêts du client:

Les contrats sont censés protéger les personnes qui les ont signés. Cependant, l'impossibilité d'établir des contrats exhaustifs empêche une harmonisation parfaite des motivations. L'incomplétude des contrats peut ainsi donner lieu à des comportements opportunistes qui vont engendrer l'incertitude de la relation contractuelle. L'opportuniste suggère une attitude de calcul plus sophistiqué que l'hypothèse classique d'intérêt personnel². Il caractérise l'absence d'honnêteté dans les transactions, le non respect des règles du jeu

1-Frédéric Mishkin, Christian Bordes, Pierre-Cyrille Hautcoeur et Dominique Lacosse-Labarthe, Op.cit., page 220

2 - W.G.Ouchi et O.E Williamson, 1981: the Market and hierachies and visible hand, perspectives » in A, van de Ven et W.F Joyce perspectives ou organisation design and behaviour, Johen wiley and sensp.347-369.

économique, la recherche de l'intérêt personnel par la ruse. Il s'accompagne le plus souvent d'une manipulation et s'oppose en ce sens à un comportement fondé sur des relations de confiance ou la promesse de l'un est synonyme d'engagement. Notons que l'opportunisme introduit la notion de temps dans la pratique des échanges; la question relative au comportement (comportement effectif / comportement attendu) ne se posant pas dans le contexte relations instaurées¹.

Le comportement opportuniste est donc lié à la rationalité limitée et à l'incomplétude de l'information. Les risques sont les aléas qui vont peser sur la transaction et qui peuvent donner naissance à une manipulation et à une déformation de l'information. La difficulté réside dans le fait qu'il ne s'agit pas d'un comportement qui affecte tous les individus et qu'il est coûteux de reconnaître ceux qui sont opportunistes de ceux qui ne le sont pas.

Le rôle de l'intermédiation ne peut donc se comprendre qu'en réponse aux imperfections de marché et notamment aux asymétries d'information qui caractérisent le marché du crédit². L'intermédiation est inutile quand il y a efficacité des marchés et une information symétrique de différents agents. Les investisseurs, dans ce contexte, sont capables de reproduire tous les services financiers proposés par les intermédiaires. Le financement peut s'opérer directement sur les marchés financiers à partir d'opération d'émissions de titres.

2.1 Politique de concurrence en information asymétrique:

Les autorités concurrentielles ne constituent pas le seul obstacle aux ententes en prix. Les firmes elles-mêmes par opportunisme, peuvent faire échec à une entente mutuellement profitable. Que l'on soit en présence d'un accord explicite sur les prix ou d'une simple collusion tacite, chacune des firmes a la possibilité de baisser secrètement ses prix pour attirer la clientèle des concurrents et accroître ainsi ses parts de marché. Aucun contrat ne peut forcer les firmes à respecter une entente sur les prix et les quantités. Ce respect ou cette discipline ne peut venir que de pressions ou de menaces exercées par les firmes elles-mêmes. Une des menaces possibles consiste à déclencher une guerre de prix visant les firmes opportunistes.

Si l'on souhaite bien caractériser la politique optimale des autorités de la concurrence, il est alors important de prendre en compte l'opportunisme des firmes et la nature instable des ententes, qu'elles soient explicites ou tacites.

1 - P.Y. Gomez, le gouvernement de l'entreprise, Paris, Inter Editions, 1996

2 - D.W. Diamond, , « financial intermediation and delegated monitoring » review of economic studies , vol 51 p.393-163, 1984

2.2- Coûts de transaction comme résultat de l'information imparfaite

La théorie a déjà fait l'objet de présentation dans la section IV-2, intitulée les couvertures assurées par les systèmes de gouvernement d'entreprise.

3- Instabilité des ententes et dissuasion:

Les autorités concurrentielles ne constituent pas le seul obstacle aux ententes en prix. Les firmes elles-mêmes, par opportunisme, peuvent faire échec à une entente mutuellement profitable. Que l'on soit en présence d'un accord explicite sur le prix ou d'une simple collusion tacite, chacune des firmes a toujours la possibilité de baisser secrètement ses prix pour attirer la clientèle des concurrents et accroître ainsi ses parts de marché. Aucun contrat ne peut forcer les firmes à respecter une entente sur les prix ou les quantités. Ce respect ou cette discipline ne peut venir que de pressions ou de menaces exercées par les firmes elles-mêmes. Une des menaces possibles consiste à déclencher une guerre de prix visant les firmes opportunistes.

Lorsqu'on parle de collusion tacite, on entend toujours un minimum de concertation ou d'échanges de vue, même si la mise en œuvre de l'accord se fait de manière tacite ou informelle. Ainsi, en investissant la somme K, les autorités peuvent toujours détecter, avec une probabilité certaine, la concertation qui a eu lieu entre les firmes. La collusion tacite renvoie plutôt à une entente sur les prix, alors que dans le cas d'une entente sur les quantités, la collusion est sans doute plus explicite. En effet, dans le second cas, les firmes ont besoin de s'échanger plus d'information et de rencontrer plus fréquemment pour mettre en œuvre l'accord.

4. La relation banque - entreprise:

Ces relations revêtent une importance d'autant plus grande qu'elles mettent en présence des deux partenaires d'un poids économique non négligeable. Le banquier, par la contribution au financement de l'entreprise, par sa participation éventuellement dans le capital, occupe une place centrale dans le système de **gouvernance**. Mais la nature des rapports qu'il va entretenir directement avec le dirigeant et avec les actionnaires la place souvent en situation d'influencer les décisions d'investissement et de politique financière. Ainsi, dans l'esprit des dirigeants, le banquier est aperçu de manière très différente¹:

1- Eric Lamarque, "Management de la banque", édition Pearson, Education France, année 2005, page 111.

4.1- Le banquier: un mal nécessaire.

La relation de l'entreprise avec sa ou ses banques est souvent considérée comme risquée, générant un sentiment de méfiance partagée. Elle est porteuse d'une certaine ambiguïté qui peut se résumer par la remarque souvent entendue du côté du banquier : « lorsque tout va bien pour l'entreprise, celle-ci n'hésite pas à mettre en concurrence les banques, mais lorsque des difficultés apparaissent le dirigeant sollicite un soutien plus affirmé ». Pour le dirigeant de la PME, le banquier constitue une contrainte et un recours incontournable ce qui alimente parfois un sentiment de résignation. Il a aimé l'impression de n'être perçu que comme un « risque » financier ou pas. Son sentiment est que tant son entreprise se porte bien il n'y a jamais de problèmes avec son banquier. Mais lorsque sa situation se complique, le soutien attendu n'est pas au rendez-vous. De même, les grandes entreprises, dès qu'elles réalisent des projets, cherchent le plus souvent à réduire leur endettement. La relation apparaît ainsi dominée par l'opportunisme de chacun des acteurs dans une logique client – fournisseur. Dans cette optique, la coopération est limitée, voire inexistante, avec comme seule perspective pour le dirigeant de minimiser le coût et les contraintes liées au financement.

4-2- Le banquier: un contre pouvoir du dirigeant.

Dans le cadre de la politique financière, la présence forte de la banque dans le passif de l'entreprise le conduit naturellement à gagner en influence dans le processus de prise de décision. Celle-ci s'exerce principalement dans deux types de situation :

- Quand le banquier est **actionnaire**, il est membre du **conseil d'administration** (C.A), il peut contrôler le dirigeant, il a un droit de regard et surtout un droit d'amendement sur les projets développés par l'entreprise qu'il soutenait.

- En tant que prêteur, le banquier exerce son influence sur le dirigeant et son C.A, lorsque la situation de l'entreprise est très risquée. Il peut faire pression sur le CA et demander le départ du dirigeant.

4-3- Le banquier: un allié du dirigeant.

La position occupée par le dirigeant entre les actionnaires et les autres parties prenantes dans un système de gouvernance d'entreprise demeure très importante. Le dirigeant est à la recherche d'alliés afin de pratiquer un contre pouvoir contre les actionnaires. Donc, le banquier dans ce cas, représente un recours possible. Pour le financement de l'entreprise, les dirigeants préfèrent solliciter les banques. Afin d'éviter de recourir une nouvelle fois aux propriétaires pour de nouveaux financements, les dirigeants se dirigent vers les banques pour

subvenir aux besoins de l'ensemble des acteurs de la politique financière. Le dirigeant diversifie les sources de son financement et il peut ainsi mieux maîtriser le coût du capital de l'entreprise. Les propriétaires estiment que le recours au financement bancaire forcera le manager à diriger convenablement son entreprise. Le banquier peut trouver des entreprises de bonnes qualités et par la suite un emploi certain pour son offre de crédit avec un profit.

Beaucoup de dirigeants d'entreprises ne voient pas d'issues à leurs projets sans le soutien d'une banque. Ils en sont conscients du rôle important du banquier lors de la réalisation d'opérations complexes (cas de besoins d'intermédiation : l'introduction en bourse, financement complexe,...). La banque comme l'entreprise peuvent décider à tout moment comme de rompre la relation, en cas d'irruption d'évènements non anticipés. Dans ce cas, la banque diversifie sa clientèle et l'entreprise ses sources de financement.

Par ailleurs, les intermédiaires financiers jouent un rôle important dans l'économie en fournissant des services de liquidité, facilitant le partage de risques, réduisant les coûts de transaction et les problèmes d'asymétrie d'information. C'est la raison pour laquelle dans toutes les économies développées, les particuliers et les entreprises confient des sommes importantes aux intermédiaires financiers. Ces intermédiaires jouent un rôle essentiel pour la bonne circulation des capitaux des prêteurs vers les emprunteurs et le bon fonctionnement de l'économie en général.

Section 7: Les conflits d'intérêts:

Un conflit d'intérêt est un type de risque moral qui surgit quand un agent ou une institution poursuit des objectifs liés, c'est-à-dire des intérêts multiples conjoints, et qu'il apparait entre eux des conflits. La probabilité de voir apparaitre des conflits d'intérêts au sein des institutions financières est particulièrement élevée quand elles offrent des services liés. Les intérêts potentiellement conflictuels entre ces offres de services peuvent conduire un membre du personnel ou l'entreprise à dissimuler une information erronée. L'analyse des asymétries d'information nous aident à mesurer l'importance des conflits d'intérêts, leur origine et les pertes d'efficacité économique qu'ils entraînent. Il n'est pas convenable de négliger les conflits d'intérêts parce qu'ils altèrent substantiellement la qualité de l'information sur les marchés financiers, qu'ils augmentent les problèmes d'asymétrie de l'information et qu'ils faussent le mécanisme d'allocation des fonds aux opportunités d'investissement productif. Les conflits d'intérêts portent atteinte à l'efficacité des marchés financiers et de l'économie.