

DROIT, ARCHITECTURE FINANCIÈRE ET STRATÉGIES DES BANQUES

Bertrand Chopard et Bruno Deffains

Bureau d'Economie Théorique et Appliquée, Nancy Université et CNRS

Jean-Daniel Guigou

Université du Luxembourg, CREA et CREFI

L'origine du système juridique est une condition nécessaire au développement d'un système financier capable de promouvoir la croissance économique à long terme. Il serait donc tentant de supposer la supériorité d'une tradition juridique ou d'une architecture financière particulière. Cependant, la structure du système financier est neutre. C'est le niveau de développement du secteur financier qui est un déterminant de la croissance. Ensuite, le crédit bancaire et le financement par le marché ne sont pas équivalents. Les banques ont démontré leur capacité à réagir aux changements institutionnels au travers de l'élargissement de leur champ d'action et de la forme du contrat de dette. Enfin, le droit coutumier, qui favoriserait le développement des marchés de capitaux, génère néanmoins un risque juridique lié à l'imprévisibilité des décisions de justice et des difficultés d'harmonisation en raison d'une production décentralisée du droit.

bertrand.chopard@univ-nancy2.fr
bruno.deffains@univ-nancy2.fr
jean-daniel.guigou@uni.lu

Avril 2007

Revue de l'OFCE 101

« **B**ien qu'on ne puisse nier l'importance des politiques macro-économiques, il y a aujourd'hui un consensus de plus en plus large sur le rôle déterminant de la qualité des lois et règlements régissant les affaires et celle des institutions chargées de les appliquer. » Ces propos issus du premier rapport *Doing Business* produit par la Banque mondiale reflètent l'impact de la relation établie entre les systèmes juridiques et les systèmes financiers sur la vie des affaires depuis la fin des années 1990 grâce aux études initiées par La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny. Dans cet article, nous développons une étude conceptuelle des interactions entre, d'un côté, les règles de droit visant à protéger les actionnaires minoritaires et les créanciers, et, de l'autre, l'émergence du financement par le marché et du crédit bancaire. Il s'agit ici de préciser les définitions et les mesures de l'efficacité économique du droit afin de comprendre le réel apport de la prise en compte du facteur juridique dans l'explication des mérites relatifs des deux modes de financement rivaux. Néanmoins, au-delà de la relation macroéconomique entre l'institution juridique et le développement des marchés de capitaux, nous abordons la question beaucoup moins débattue du rôle des banques sous l'angle juridique à partir, d'une part, de l'efficacité des institutions juridiques qui veillent à l'application des contrats et, d'autre part, de l'incomplétude du droit.

Nous complétons cette réflexion sur le rôle de l'intermédiation financière en précisant également l'impact des règles de droit et de l'efficacité de leur mise en œuvre sur le contrat de dette lui-même. En effet, nous considérons que les banques répondent de manière coasienne à l'environnement juridique qui les entoure en développant leurs garanties, en ajustant la durée des relations de crédit avec les entreprises ou en favorisant la multi bancarisation de leurs clients. Ces exemples illustrent le double niveau d'analyse de la comparaison des systèmes juridiques avec, d'un côté, une approche macroéconomique du développement et de l'architecture des systèmes financiers et, de l'autre, une approche microéconomique de l'impact du droit sur les stratégies et les compétences développées par les banques. Ce faisant, notre réflexion s'inscrit dans une littérature en plein essor sur la relation entre institutions, en l'occurrence les institutions juridiques, et organisation des relations contractuelles, en l'occurrence les relations de financement. De nombreux travaux en théorie des organisations se sont intéressés à la manière dont les entreprises parviennent à résoudre les imperfections du marché en termes de coûts de transaction, d'asymétries informationnelles, de contrats incomplets, ... Le progrès des

connaissances dans ce domaine grâce aux nouvelles approches de la gouvernance (Rajan et Zingales, 2003 ; Salas et Fumas, 2006 ; Baker, Gibbons et Murphy, 2005) est considérable. Toutefois, la question de la prise en compte du cadre institutionnel demeure imparfaitement traitée. L'agenda coasien est donc loin d'être bouclé. En proposant une analyse de l'impact du cadre juridique sur l'organisation des relations de financement, nous entendons y contribuer. Il est toutefois important de préciser que si cet article rejoint en partie les discussions autour de la *New Comparative Economics*, son propos n'est pas de mesurer les performances comparées des systèmes juridiques en discutant notamment la qualité des indicateurs institutionnels¹. Il s'agit avant tout de proposer une réflexion sur l'importance du cadre institutionnel pour les arrangements organisationnels.

Dans une première partie, nous rappelons dans quelle mesure le droit est un facteur explicatif de l'architecture du système financier puis comment les banques apparaissent comme des institutions susceptibles de pallier l'incomplétude de l'institution juridique. Dans une seconde partie, nous montrons comment le droit affecte la production et la diffusion d'informations en matière de crédit et, plus fondamentalement, à partir de faits stylisés, la réaction des banques dans l'exercice de leurs compétences.

I. Droit, architecture et développement du secteur financier

I.1. Le droit: un facteur explicatif de l'architecture du système financier

Dans une série de publications, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (1998, 1999 et 2000) ont tenté de mettre en évidence les effets des règles du droit de l'entreprise sur les performances des systèmes financiers dans les pays de l'OCDE. Ils montrent que l'origine du système juridique (anglo-saxon, français, allemand ou scandinave), le contenu des règles et leurs conditions d'application influencent le degré de protection accordée aux investisseurs et, par ce biais, le niveau de développement des marchés financiers. Précisément, la protection des investisseurs dépend non seulement des droits tels qu'ils sont définis dans le droit des sociétés ou dans le droit de la faillite (sans compter

1. Sur ce point, voir Chopard et Deffains (2005), « Droit, finance et efficacité économique : au-delà des indicateurs de protection des investisseurs ».

la réglementation relative aux valeurs mobilières, les normes comptables et les règles de diffusion des informations), mais aussi de l'existence d'institutions capables de les faire respecter. En d'autres termes, la qualité de l'application des règles de droit importe au moins autant que le contenu de ces règles², comme l'illustrent les deux exemples suivants. « En 1995, les marchés financiers russes évaluaient une entreprise russe typique à seulement un vingtième de sa valeur probable dans une économie de marché parvenue à maturité. Cette cotation défavorable empêche en tout état de cause les entreprises de mobiliser des capitaux en émettant des actions... (et) tient en grande partie à ce que le droit des sociétés, en raison de ses imperfections, ne permet pas de contrôler les directeurs d'entreprise et de protéger les actionnaires, en particulier les actionnaires minoritaires. » (Banque mondiale, 1996, p. 109). Dans le cas d'une législation sur l'insolvabilité également, le plus important serait de savoir, non pas à quel point les règles sont favorables aux créanciers, mais dans quelle mesure des institutions puissantes permettent d'appliquer effectivement ces règles. À la limite, « une législation favorable aux débiteurs, appliquée avec cohérence, inspire davantage confiance aux marchés financiers qu'une législation imprévisible favorable aux créanciers » (Pour des procédures d'insolvabilité ordonnées et efficaces, FMI, 2000).

Ces études comparatives décrivent une situation dans laquelle les pays de droit coutumier (*common law* dans la suite du texte) offriraient une meilleure protection aux investisseurs que les pays de droit civil. Cette particularité expliquerait pourquoi les pays anglo-saxons ont des marchés financiers plus développés, une propriété du capital plus dispersée et des capitaux propres plus importants que ceux relevant de la tradition civiliste. En outre, ces travaux cherchent également à démontrer que la composante du développement financier expliquée à partir de l'environnement juridique serait positivement corrélée à la croissance économique. En assurant une protection juridique supérieure, le système de *common law* dominerait donc le(s) système(s) de droit civil. L'actionnariat dispersé et le système de gouvernance d'entreprise fondé sur les marchés seraient « supérieurs » à un système où l'actionnariat est concentré et où le gouvernement d'entreprise repose sur des blocs de contrôle. L'explication résiderait dans le fait que la dispersion de l'actionnariat irait de pair avec des marchés financiers développés. En effet, la garantie offerte aux investisseurs que l'argent apporté ne sera pas détourné, conditionnerait le développement des marchés de capitaux et, par conséquent, la croissance économique, surtout dans les phases d'innovation où les besoins financiers pour des investissements « risqués » sont importants. *A contrario*,

2. « For both shareholders and creditors, protection includes not only the rights written into the laws and regulations but also the effectiveness of their enforcement » (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny, 2000, p 15).

lorsque le système juridique offre une protection insuffisante aux petits actionnaires, la seule solution pour assurer le financement des entreprises serait le recours à la concentration de l'actionnariat ou au système bancaire afin de pallier l'absence d'un environnement légal performant.

Les recherches sur lesquelles s'appuie cet article se fondent sur la comparaison des systèmes juridiques et la mise en évidence des conséquences de leurs principales caractéristiques. Héritiers du droit romain, les pays de tradition romano-germanique sont des pays de droit écrit; le droit n'y est pas, à titre principal, de nature jurisprudentielle. Cette caractéristique résulte de l'illégitimité du juge à créer le droit et de l'idée selon laquelle les sources du droit doivent former un système ordonné et cohérent dont découlent les solutions aux problèmes juridiques. De ce fait, seul un acte du « souverain » peut créer les règles. Le droit romano-germanique est ainsi devenu le « droit des codes ». En revanche, la *common law* apparaît comme un droit dont le mode d'élaboration est essentiellement jurisprudentiel. En effet, alors que dans le système romano-germanique, le juge qualifie juridiquement les faits pour dégager la question de droit que pose un litige et en déduire la solution de droit applicable figurant dans le code, le juge de la *common law* se considère confronté à une situation de fait qu'il y a lieu de comparer à des situations similaires, à propos desquelles des décisions ont déjà été rendues. Le juge apparaît donc plus comme un créateur de droit. Son raisonnement est inductif, au sens où il reproduit des solutions dégagées pour des faits semblables. Dans les pays de *common law*, le droit écrit occupe aussi une place importante (et croissante)³, mais sa conception est différente, puisqu'un texte de loi a pour fonction d'apporter des compléments à la jurisprudence et non d'énoncer des principes ou d'exprimer un système juridique (exemple des *guidelines* ou des *restatements of the law* aux États-Unis). Ces différences de méthode recouvrent également des conceptions divergentes de la fonction du droit. Alors que la tradition romano-germanique est très influencée par la théorie, la *common law* apparaît comme un droit de praticiens qui requiert l'apprentissage de techniques afin de régler des cas concrets en trouvant les remèdes appropriés. L'opposition des systèmes se situe d'ailleurs beaucoup dans l'approche du procès, à l'image de la distinction entre procédure inquisitoire et accusatoire (en matière pénale): en droit anglo-américain, la procédure est menée sous la direction des parties avec une intervention faible de l'État et un juge « arbitre », alors qu'en droit romano-germanique la procédure est plutôt conduite par les juges. En définitive, « le droit est expression du souverain pour la tradition romano-germanique, constatation d'un consensus social pour la *common law*, norme d'essence supérieure

3. De même, des pans entiers du droit français sont de nature jurisprudentielle à l'image, par exemple, du droit administratif.

contre règle du jeu, qui explique la préférence de la *common law* et de ses praticiens pour les règles négociées ou dont le caractère contraignant ne repose pas sur une intervention extérieure » (Conseil d'État, 2001, p. 31).

À la lecture des travaux de *law and finance* précités, il semblerait néanmoins que ce sont les règles et moins la façon dont le système judiciaire fonctionne (origine des règles, nature des procédures,...) ou la marge de manœuvre dont disposent les juges qui seraient un facteur de développement des secteurs financiers (banque ou marché) pour les pays riches. Certes, les pays de *common law* apparaissent plus protecteurs des créanciers garantis et des actionnaires minoritaires que les pays de droit civil français (la distinction est moins forte pour les pays de droit civil allemand et scandinave). Il n'est toutefois pas démontré empiriquement que la latitude accordée au juge soit la cause de cette réussite. On constate simplement que les pays où la capacité des tribunaux à créer des règles nouvelles sont également ceux qui accordent davantage de protection juridique aux investisseurs. Il n'y a pas là de relation de cause à effet. On serait plutôt tenté de déceler dans ces travaux un effet particulier de la nature du système juridique sur le comportement des acteurs économiques. En effet, si le pouvoir discrétionnaire accordé au juge apparaît relativement neutre du point de vue du niveau de développement du secteur financier, il semble en revanche que le financement bancaire se soit développé en priorité dans les systèmes de droit codifié. Il importe donc de s'interroger sur le rôle joué par les intermédiaires financiers susceptible de conduire à une thèse juridique de l'émergence des banques.

1.2. Les banques: une réponse à l'inefficacité du droit

Selon Rajan et Zingales (1998)⁴, l'existence d'un système juridique inefficace⁵ dans un pays donné expliquerait l'émergence des banques parce qu'elles seraient les plus aptes à contenir le comportement opportuniste des débiteurs en l'absence d'institutions juridiques de qualité. Plus précisément, les systèmes *bank-based* ou, tout au moins, ceux dans lesquels les banques disposent d'un certain pouvoir sur les entreprises qu'elles financent, ont un avantage comparatif par rapport aux systèmes *market-based* dans les économies qui ne disposent pas d'institutions juridiques adaptées à la passation et au respect des

4. Rappelons que ces auteurs sont à l'origine d'une nouvelle approche de la gouvernance en termes de nœud d'investissements spécifiques. D'une certaine manière, leur lecture du système juridique rejoint cette approche dans la mesure où chaque acteur dans la relation de crédit va apporter des actifs spécifiques, en l'occurrence pour les intermédiaires financiers des compétences en matière de résolution des conflits entre créanciers et débiteurs.

5. Les sources d'inefficacité peuvent être nombreuses, depuis le manque de moyens pour faire face à l'afflux de contentieux jusqu'aux problèmes de corruption dans les pays en développement.

contrats. Cette explication suppose que dans les systèmes *market-based* (les auteurs parlent de systèmes transactionnels, « *arms' length systems* »), le créancier serait protégé contre l'opportunisme du débiteur par le contrat. Le contrat (explicite) serait le mode de coordination dans les systèmes *market-based* dans la mesure où il définit précisément les droits et les obligations des parties d'un côté, les sanctions et les voies de recours de l'autre. Pour bien fonctionner, les systèmes *market-based* ont dès lors besoin de règles, de procédures de justice et d'institutions qui veillent à l'application des contrats. En revanche, dans les systèmes *bank-based*, les relations de pouvoir et les « hiérarchies » se substituent aux contrats. Cette forme de pouvoir résulte des prises de participations par la banque dans le capital des sociétés clientes, de l'utilisation par la banque des droits de vote des déposants lors des assemblées générales, de la présence de représentants de la banque au conseil d'administration... Ce pouvoir résulte également de l'avantage informationnel de la banque engagée dans la relation de financement de l'entreprise.

Si on s'intéresse au poids de l'intermédiation bancaire, on pose la question du pourquoi des banques. Cet argumentaire fait écho aux théories traditionnelles de l'intermédiation financière qui justifient l'existence des banques à partir soit des asymétries d'information (Diamond, 1984), soit de l'incomplétude des contrats (Mayer, 1988). Dans le premier cas, l'intermédiaire financier est un système de surveillance déléguée dans la mesure où l'exclusivité du financement permet d'éviter la duplication des coûts de monitoring des emprunteurs. Dans le second cas, l'intermédiaire financier constitue un système d'engagement implicite dans des relations de long terme mutuellement bénéfiques puisque l'exclusivité du financement permet de réduire la concurrence sur le marché des capitaux au stade intermédiaire de la relation. En effet, un marché des capitaux concurrentiel, dans lequel les entreprises ont la possibilité de faire appel à la source de financement la moins coûteuse une fois surmontées leurs difficultés financières, freine le renflouement par les banques (le sauvetage doit rapporter à la banque dans le long terme). Dans ce cadre, l'avantage informationnel de la banque créancière engage (capture) la firme, conditionnant de la sorte, la volonté de la banque d'apporter les capitaux de départ ou de secourir l'entreprise en difficulté financière. L'exclusivité du financement ressort comme la solution optimale. S'il y a beaucoup de petits investisseurs, l'exclusivité du financement ne peut être assurée qu'à travers un intermédiaire (passage de l'exclusivité à l'intermédiation). Récemment, cette thèse financière de l'incomplétude des contrats a été confrontée à la thèse juridique de l'incomplétude du droit.

1.3. Les banques: une réponse à l'incomplétude du droit

La thématique de l'incomplétude du droit est apparue récemment dans la littérature. Pistor et Xu (2002) définissent l'incomplétude du droit comme « l'absence d'applications pertinentes de la loi ou d'applications stipulées de manière ambiguë dans la loi », c'est-à-dire « quand la loi est incomplète, aucun des acteurs ne peut stipuler si une action particulière va tomber sous le coup de la loi et fera face à des sanctions ou non »⁶. Cette notion est introduite pour mettre en évidence les arbitrages à effectuer lors de l'allocation des pouvoirs de créer et d'appliquer les règles juridiques; en comparant notamment le juge au régulateur. La différence principale entre ces deux acteurs est la capacité de ce dernier à agir de manière « proactive », tandis que les tribunaux dépendent de la volonté ou de la capacité des victimes d'intenter un procès *ex-post*⁷.

L'application de la notion d'incomplétude du droit à la structure du système financier, développée par Pistor et Xu (2002), semble cependant s'inscrire dans une perspective plus large. Arrunada et Andonova (2005) posent la question de l'allocation optimale des pouvoirs entre réglementation et justice, dans une perspective contractuelle; « le bon fonctionnement d'une économie de marché demande que la liberté contractuelle soit protégée de manière efficace ».

Un article ultérieur de Pistor et Xu (2003) permet d'entrevoir les conséquences potentielles de la notion d'incomplétude: « Le droit est intrinsèquement incomplet, c'est-à-dire qu'il est impossible de concevoir une loi qui pourrait spécifier toutes les contingences futures, et donc agir comme un dispositif dissuasif efficace ». Le droit serait donc un mécanisme qui cherche à induire des comportements chez les agents, par des menaces ou des engagements crédibles⁸. Quel peut être alors le rôle des tribunaux dans un tel contexte?

Ergungor (2004) apporte un début de réponse à cette question en essayant d'expliquer la diversité des systèmes financiers à travers les différences entre traditions juridiques de *common law* et de droit civil. Il part du constat que les pays de *common law* ont des économies dominées par le marché⁹ alors que les pays de tradition civiliste ont

6. Pistor et Xu voient l'introduction d'un régulateur comme une solution possible aux conséquences néfastes de l'incomplétude du droit. Leur modèle se base sur la littérature économique de l'enforcement de la loi » de Becker et Stigler, celle des contrats incomplets, celle de la *Law and Finance*, et ainsi que celle de la nouvelle économie de la régulation.

7. On notera en effet que l'intervention du juge relève d'une logique décentralisée (l'initiative de l'action relève des victimes) alors que l'intervention d'un régulateur est plus centralisée.

8. D'où l'utilisation qui a été faite de la « théorie des incitations » en économie du droit.

9. Les ratios crédits bancaires/capitalisation boursière sont peu élevés. Par exemple, le ratio vaut 1,33 pour les États-Unis et 1,22 pour le Royaume-Uni (Ergungor, 2004).

des économies davantage dominées par les banques¹⁰. Selon cet auteur, la première caractéristique de la *common law* réside dans le pouvoir (et le devoir sous peine de déni de justice) du juge de dire la règle bien que la subordination du juge à la loi dans la tradition romano-germanique a ses limites. Le juge en droit civil disposerait d'une certaine latitude dans la mesure où il doit juger dans le silence de la loi (lorsque la loi n'est pas claire ou n'a pas tout prévu). Cette latitude varie d'un pays de droit civil à l'autre. Le législateur français fait obligation au juge de combler les lacunes du droit ainsi que ses ambiguïtés mais il ne lui dit pas comment. D'autres systèmes comme le droit suisse donnent des indications et donc la méthode à suivre. Toutefois, selon Ergungor, les juges dans les systèmes de droit civil utilisent très peu ce pouvoir. Le rôle créateur de la jurisprudence n'est donc pas effectif.

Cette différence au niveau des sources de droit aurait alors, selon Ergungor, des conséquences remarquables sur les conditions de règlement des litiges. En particulier, le juge de la *common law* aurait la capacité de faire face à des *situations inédites* (Ergungor parle d'effectivité des tribunaux de *common law*) en proposant une nouvelle jurisprudence, en posant une règle nouvelle, contrairement au juge de tradition civiliste qui est subordonné à la loi. Il convient de préciser toutefois que le problème dans les pays de droit civil européens n'est pas celui de l'application du droit. En d'autres termes, il ne s'agit pas d'un problème de négligence ou d'incompétence des tribunaux. Il est que les règles sont appliquées trop littéralement. L'auteur avance l'hypothèse que dans le cadre de la *common law*, ce qui compte en matière de contrat, c'est l'intention des parties plutôt que la formulation employée. Alors que dans le code civil français, les termes et la forme d'un contrat priment sur les intentions non explicitement formulées. La lettre serait plus importante que l'esprit des textes. Cette thèse semble très excessive dans la mesure où le droit civil évoque explicitement le respect de la volonté des parties au contrat. Toutefois, elle a le mérite de souligner l'importance du fonctionnement de l'institution judiciaire sur le comportement des acteurs. Ergungor prend l'exemple d'un emprunteur dont les actes seraient « immoraux » (transférer des actifs) mais pas nécessairement illégaux (les techniques utilisées pour transférer les actifs ne seraient pas interdites par la loi). Dans ce cas, les tribunaux de droit civil français, contrairement, à leurs homologues de *common law*, pourraient ne pas condamner l'emprunteur à des dommages et intérêts puisque l'on respecterait les termes du contrat mais on ne respecterait pas l'esprit du contrat¹¹.

10. Le ratio crédits bancaires/capitalisation boursière est nettement supérieur pour les pays de droit civil. Précisément, il vaut 6,57 pour la France et 12,62 pour l'Allemagne (Ergungor, 2004).

11. À noter que le problème réside moins dans le fait que l'on observe en pratique ce type de comportement — au demeurant difficile à mettre en évidence — que dans le fait qu'il soit théoriquement possible.

Par conséquent, il s'avérerait difficile pour les emprunteurs de s'engager de façon crédible à ne pas exploiter les prêteurs, c'est-à-dire de ne pas développer des techniques qui seraient « immorales mais pas nécessairement illégales »¹².

Les banques émergeraient donc dans les pays de droit civil pour faciliter la résolution des conflits et implémenter les contrats sans intervention des tribunaux. Les banques auraient ainsi un rôle crucial dans les pays de droit civil en plus de leurs fonctions traditionnelles : celui de faire respecter aux emprunteurs leurs engagements en les empêchant d'exploiter les lacunes de la loi. *A contrario*, dans les pays de *common law*, les juges seraient en mesure de faire respecter les contrats (les intentions des parties). Il serait donc normal de constater que les relations de financement se soient développées en donnant un rôle central au marché dans ces pays. Par conséquent, l'origine juridique au travers de la forme de la production de droit (et non pas les règles juridiques protégeant les différentes parties — *stakeholders*) expliquerait le poids du financement bancaire et le recours au marché. Plus précisément, les banques utilisent leur avantage informationnel pour réduire le risque d'expropriation de richesse par les emprunteurs, le droit étant incomplet pour réduire ce risque d'expropriation. Ainsi, les banques répondent à l'incomplétude du droit dans les systèmes de droit civil (*civil law* dans la suite du texte), un rôle qui revient au juge dans le système de droit coutumier (*common law*).

Cette analyse de l'impact du facteur juridique dans l'explication macroéconomique du développement financier d'une économie et de l'architecture de son système de financement s'élargit désormais au champ, plus microéconomique, de l'analyse du contrat de dette lui-même. On pense en particulier, à la prise de garanties, à la durée et au nombre de relations de crédit entre une entreprise et ses créanciers bancaires.

12. Il est à noter que cette lecture rejoint en partie l'analyse de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer et Vishny (mais en partie seulement) lorsque ces auteurs évoquent la « faiblesse » des tribunaux romano-germaniques en matière de contentieux financier, en particulier dans les conflits opposant actionnaires majoritaires et minoritaires. Ils estiment que ces tribunaux permettent une expropriation substantielle des actionnaires minoritaires lorsque les blocs majoritaires transfèrent une partie des capitaux et des profits hors de la firme.

Efficacité économique du droit et architecture du système financier

Efficacité économique du droit		Architecture du système financier
1. Existe-t-il des règles juridiques protégeant l'actionnaire minoritaire et un environnement juridique de qualité (en terme d'application des règles de droit) ?	oui	— Développement du financement par le marché (LLSV, 1998). — Dispersion de l'actionnariat (LLSV, 1998).
	non	— Moindre développement du secteur financier (LLSV, 1998). — Concentration de l'actionnariat (LLSV, 1998).
2. Existe-t-il des règles juridiques protégeant le créancier garanti et un environnement juridique de qualité (en terme d'application des règles de droit)	oui	— Développement de l'intermédiation bancaire (Levine, 2002).
	non	— Moindre développement de l'intermédiation bancaire (Levine, 2002).
3. Existe-t-il un environnement juridique de qualité qui assure le respect du contrat entre l'entreprise et l'apporteur de capitaux ?	oui	— Développement du financement par le marché.
	non	— Développement de l'intermédiation bancaire (Rajan et Zingales, 1998).
4. Le juge est-il capable de produire le droit ?	oui	— Recours accru au financement par le marché (Ergungor, 2004).
	non	— Emergence de la banque (Ergungor, 2004).

Lecture : à la question : existe-t-il des règles juridiques protégeant l'actionnaire minoritaire et un environnement juridique de qualité (en terme d'application des règles de droit) ? une réponse positive signifie que la protection juridique des actionnaires et l'efficacité des tribunaux favorisent le développement du financement par le marché et permettent la dispersion de l'actionnariat. En revanche, une protection juridique moindre des actionnaires minoritaires et une application des règles de droit médiocre sont associées à une concentration de l'actionnariat et à un moindre essor des marchés de capitaux.

2. Droit et contrats: qu'en est-il des banques?

Dans la littérature financière théorique, l'essor du crédit accordé au secteur privé dépend de la protection des créanciers (Aghion, Hart et Moore, 1992) et/ou des informations disponibles sur l'emprunteur et son projet d'investissement (Stiglitz et Weiss, 1981 ; Diamond, 1984, 1991). Dans ce contexte, la banque émerge pour répondre aux coûts de transaction et aux asymétries d'information qui caractérisent la relation entre un apporteur de capitaux et un emprunteur, l'information étant de nature *soft* ou *hard*¹³ (Petersen, 2004). Dans le premier cas, la production de l'information *soft* résulte de la relation de long terme établie entre la banque et l'emprunteur. Dans le second cas, l'information *hard* est contrôlée par la banque, dite à l'acte, afin d'évaluer le risque de défaillance de l'emprunteur. En d'autres termes, le rationnement du crédit, qui résulte du manque d'information relative au risque de défaut ou de son caractère imparfait, appelle une sélection des emprunteurs à travers soit l'entretien d'une relation de long terme, soit dans l'élaboration d'un contrat de dette (c'est-à-dire, dans sa forme la plus simple, un taux d'intérêt et un niveau de garantie) aux vertus discriminantes (Bester, 1985).

Au-delà de la thèse juridique de l'émergence et du rôle comparés des banques et des marchés de capitaux développée par Ergungor (2004), l'analyse économique associe désormais le droit, précisément la protection juridique des créanciers garantis et l'efficacité des tribunaux, aux déterminants du contrat de dette évoqués précédemment (taux d'intérêt, prise de garanties et durée du contrat) et aux stratégies des banques à l'égard des emprunteurs (monitoring, multibancarisation et nature de l'information disponible). Certes, la protection juridique des créanciers garantis est relativement plus importante dans les pays de *common law* que dans les pays de droit civil mais il convient désormais de comprendre à la fois les écarts de développement des marchés du crédits entre les pays et les stratégies ou les compétences développées par les banques à partir de la forme de l'institution financière au sens large. Ce terme englobe à la fois la protection juridique des créanciers bancaires, les mécanismes de diffusion d'informations sur le risque de crédit, la taille des établissements de crédits et les modes de financement autres que la finance directe et le crédit bancaire tels que le crédit fournisseur ou le capital risque.

13. On entend par information *hard* toute information quantitative relative à l'emprunteur. Il s'agit par exemple des documents comptables de la société. Elle est supposée plus objective, plus facile à produire et à diffuser. Par opposition, l'information *soft* est plus personnelle, subjective et difficile à transmettre et à produire. Il s'agit par exemple, d'un avis sur les perspectives de rentabilité d'un projet d'investissement, sur la capacité ou la motivation du chef d'entreprise.

2.1. Droit, production et diffusion d'informations en matière de crédit

Au sujet des écarts constatés entre les pays au niveau du volume de crédit accordé au secteur privé, il apparaît que ce dernier est positivement corrélé à la protection juridique des créanciers garantis (et indirectement, à l'origine du système juridique) et à l'existence de bureaux de crédit publics ou privés en charge de diffuser des informations pertinentes en matière d'évaluation du risque de défaut des emprunteurs (Djankov, McLiesh et Shleifer, 2004). En d'autres termes, face à un nouvel emprunteur, la banque peut soit produire une information *soft*, soit utiliser l'information *hard*, soit utiliser un tiers, un bureau de crédit. Le registre public est en fait une base de données sur les impayés, crédits en cours et historiques de remboursement des particuliers et des entreprises gérées par le secteur public. Le bureau de crédit privé est une entreprise qui produit et assure la diffusion d'informations en matière de crédit entre les banques et les institutions financières. Son évaluation par la Banque mondiale repose sur la couverture du marché, l'étendue de l'information collectée et diffusée, l'accès aux données, leur qualité et le cadre légal relatif au partage de l'information (par exemple, les lois relatives à la confidentialité des informations).

Au-delà de l'impact positif de l'existence des bureaux de crédit public ou privé sur l'accès au crédit, il apparaît que le taux d'intérêt moyen est plus faible dans les pays où ces échanges d'informations sur les emprunteurs sont nombreux quel que soit le caractère privé ou public du bureau de crédit (Japelli et Pagano, 2002). La présence de bureaux de crédits est également plus forte dans les pays où les droits légaux des créanciers garantis sont les moins importants. Le régulateur dans ces pays chercherait donc, par l'intermédiaire de ces registres, à pallier la défaillance du système juridique de protection des banques et à surveiller la stabilité de son système bancaire ou la politique d'octroi de crédit des banques. *A priori* dans les pays en voie de développement, où le droit de la faillite est jugé défaillant (ou peu utilisé), où la protection juridique des investisseurs est insuffisante et le système juridique plus corrompu, on devrait assister à l'essor des bureaux de crédit publics en charge de diffuser l'information sur les emprunteurs. Les banques, non sujettes à un comportement de passager clandestin, trouveraient dans l'existence d'un bureau de crédit la possibilité de réduire la part des créances douteuses et faire plus facilement le tri entre les emprunteurs. Cet impact positif serait plus élevé encore pour les petites et moyennes entreprises dont l'information sur le risque de défaut est la plus imparfaite (Love et Mylenko, 2003).

En raison de ces avantages, le développement des bureaux de crédit s'est effectivement amplifié depuis les années 1980, notamment dans

les pays à niveau de revenu intermédiaire selon le rapport *Doing Business 2005* de la Banque mondiale. Les pays les plus riches disposent d'un système de partage d'information en matière de crédit développé, avec un avantage pour les pays de droit civil au niveau des bureaux de crédit publics comparativement aux pays de *common law*. Les pays les moins riches, quant à eux, souffrent encore d'un retard au niveau de l'essor des bureaux de crédit privés et publics. La solution demeure le développement dans les pays les moins riches de ces institutions dans la mesure où la diffusion d'informations sur les emprunteurs améliore la gestion du risque de défaut et réduit le phénomène de sélection adverse. En effet, dans les pays les moins riches, les entreprises sont incapables d'offrir des garanties sûres et les banques ont tendance à surestimer la garantie qu'elles ont obtenue. De la sorte, le droit, en facilitant la diffusion d'informations sur les emprunteurs (par exemple, la loi relative au secret bancaire, la mise en place de statistiques en ligne, le développement des techniques de *scoring* ou le recouvrement des créances des clients au sein des bureaux de crédit) influence le développement et les compétences des bureaux de crédit privés et/ou publics qui s'avèrent être une forme efficace de développement du marché du crédit bancaire dans les pays en voie de développement. Cependant, l'influence du droit ne se limite pas à l'essor de ces nouveaux intermédiaires ou au développement du marché du crédit, le droit affecte également les termes mêmes du contrat de dette classique et les stratégies développées par les banques à l'égard des emprunteurs.

2.2. Droit et architecture du contrat de dette

Au-delà de l'impact de la protection des créanciers garantis sur la disponibilité du crédit et son coût, la garantie pour ces derniers de pouvoir exercer leur sûreté le cas échéant renforce mécaniquement le recours aux garanties (Qian et Strahan, 2004). Intuitivement, les acteurs du financement de l'économie répondent donc aux contraintes imposées par le droit de la faillite qui gouverne les relations entre l'entreprise et ses partenaires. Un second élément du contrat de dette, la durée du contrat de prêt, est aussi un instrument qui permet à la banque d'ajuster son offre de crédit à son environnement juridique. Précisément, la réduction de la durée de la relation de prêt entre une banque et son client ne s'analyse plus seulement comme une capacité moindre de la banque à assurer son rôle de surveillance mais également comme une technique de réduction de l'exposition au risque de défaut de paiement de l'emprunteur qui est d'autant plus pénalisant que l'exercice des sûretés est mis à mal par le droit de la faillite. En effet, la durée moyenne des contrats de dette est négativement corrélée à la capacité des banques à faire respecter leurs garanties lors de la faillite de l'entreprise (Qian et Strahan, 2004). En revanche, l'inefficacité du

système judiciaire¹⁴ accroît la maturité des contrats de dette en raison *a priori* non plus d'une volonté de réduire le risque de défaut de paiement dont on sait qu'il sera plus coûteux, mais d'une volonté de réduire de la sorte le nombre de contrats de dette (en augmentant la durée du contrat) et donc la probabilité d'un recours à une procédure judiciaire moins efficace, en cas de litige. L'accroissement du risque de défaut de paiement qui résulterait de l'accroissement de la durée du contrat de dette dans les systèmes juridiques les plus efficaces serait alors compensé par une utilisation plus importante des garanties ou des sûretés. Enfin, face à un environnement juridique qui leur est défavorable, les banques peuvent également se couvrir en facilitant la multi-bancarisation des entreprises mesurée par le nombre moyen de relations de crédit entre une entreprise et des banques différentes. À ce sujet, Ongena et Smith (2000) évoquent une stratégie de mutualisation du risque de défaut de paiement des emprunteurs. Mais cette corrélation négative entre la multi-bancarisation des entreprises et la protection juridique des créanciers garantis peut également s'interpréter comme une stratégie de couverture contre le risque de défaut de paiement stratégique des emprunteurs en raison de l'orientation pro-débiteur du droit de la faillite (Bolton et Scharstein, 1996). Le défaut de paiement stratégique d'une entreprise consiste en l'utilisation abusive par une entreprise de la protection offerte par le droit de la faillite en vue de faciliter le redressement de l'entreprise afin de renégocier ses contrats de dette ou ses engagements vis-à-vis de ses salariés et d'obtenir des avantages par rapport à ses concurrents.

L'analyse de l'impact du droit sur les termes du contrat de dette peut encore s'affiner à condition de réduire l'échantillon exploratoire. On remplace les comparaisons internationales sur une centaine de pays par des comparaisons entre quelques nations pour faire apparaître des résultats complémentaires sur la nature des garanties élaborées par les banques et le fonctionnement du système financier dans son ensemble. La question n'est plus: si le droit de la faillite assure l'exercice des garanties au moment de la faillite, les prêts sont-ils davantage associés à des sûretés? La recherche doit maintenant s'orienter vers des interrogations du type: compte tenu des dispositions de chaque droit de la faillite national, quel est le type de garantie utilisée par les banques? À titre d'illustration, les banques anglaises et allemandes privilégient des garanties de paiement portant sur des biens immobiliers alors que les banques françaises privilégient les garanties personnelles qui engagent le débiteur dans la mesure où la cession des actifs immobiliers dans la

14. Le coût associé au recours aux tribunaux est une mesure de l'efficacité du système judiciaire dans le recouvrement de deux créances échues: un chèque impayé et des loyers impayés. Il s'agit des frais de justice, des honoraires d'avocat ou les coûts d'une procédure administrative de recouvrement des créances. La Banque mondiale évalue également les procédures d'exécution des contrats par le biais du nombre de procédures imposées par la loi et le nombre de jours nécessaire au règlement du litige.

procédure collective française assure le désintéressement des créanciers privilégiés, c'est-à-dire le paiement des salaires et des frais de justice (Davydenko et Franks, 2005). De même, un système de financement où le poids du crédit fournisseur est important devrait *a priori* posséder des dispositions juridiques spéciales à l'égard de la clause de réserve de propriété qui permet aux créanciers fournisseurs de revendiquer les marchandises vendues malgré l'ouverture d'un redressement judiciaire de l'acheteur souvent associé à une suspension des poursuites des créanciers. Dès lors, si on délaisse l'information *hard* développée par la Banque mondiale au travers des indicateurs synthétiques de la protection des créanciers garantis au profit d'une compréhension plus fine de la réglementation des relations entre l'entreprise et ses partenaires, la prise en compte de l'institution juridique donnera un nouvel éclairage sur la compréhension des stratégies des banques et plus largement de l'ensemble des *stakeholders*. Deux exemples illustrent ces nouvelles voies de recherche en analyse économique des institutions juridiques.

2.3. Droit et stratégies des banques: au-delà des indicateurs de la Banque mondiale

En matière de droit de la faillite, une lacune des indicateurs de la Banque mondiale est le passage sous silence des procédures extrajudiciaires de traitement des difficultés et des mécanismes de prévention et de détection des défaillances. Par exemple, alors que les taux de recouvrement des créances bancaires diffèrent entre la France et l'Allemagne en raison des délais de réalisation des actifs de l'entreprise en difficulté, ces différences s'estompent lors des résolutions amiables extrajudiciaires des difficultés financières (Davydenko et Franks, 2005). En outre, malgré les taux de recouvrement moindres, le nombre élevé de faillites, le faible pouvoir des créanciers dans le traitement judiciaire de la faillite, le coût du crédit (le taux de marge bancaire) n'est pas significativement différent en France, voire plus faible que dans les pays où le droit est plus favorable à la défense des intérêts des créanciers, tels l'Allemagne ou la Grande-Bretagne. Davydenko et Franks (2005) avancent deux explications à ce constat. D'une part, la concurrence entre les établissements de crédits en Grande-Bretagne est moindre qu'en France. D'autre part, les renégociations des termes du contrat de prêt étant plus fréquentes en Allemagne et au Royaume-Uni, les banques peuvent plus aisément déceler une détérioration de la capacité de remboursement de l'emprunteur et demandent une rémunération de l'accroissement du risque de faillite. En effet, si on distingue les prêts à court terme et les prêts à long terme en Allemagne, les premiers sont les plus coûteux et les seconds les moins coûteux de l'échantillon composé de la France, de l'Allemagne et du Royaume-Uni.

Dans l'éventail des stratégies développées par les banques, on pourrait également s'interroger sur l'influence du droit, c'est-à-dire l'efficacité du système judiciaire et sa capacité à protéger les intérêts des créanciers garantis, sur les incitations de la banque à contrôler l'utilisation des fonds prêtés. En première analyse, on peut supposer qu'une protection insuffisante des droits des créanciers garantis réduit l'effort de monitoring des banques (Fama, 1985) et étendre cet argument à l'efficacité du système judiciaire. À titre d'illustration, Bottazzi, Da Rin et Hellmann (2005) démontrent que les investisseurs (ici les sociétés de capital risque) sont incités à développer des compétences en matière de gouvernance d'entreprise si cet investissement est protégé par un système juridique efficace en matière de vérification des résultats du projet d'investissement (c'est-à-dire pour réduire le risque de détournement de *cash flow* par les dirigeants). Dans leur modèle, les relations entre l'investisseur et l'entrepreneur s'analysent au travers des compétences développées par les sociétés de capital-risque en matière de gouvernance de l'entreprise financée (modélisé par l'effort de la société de capital risque dans la réduction des bénéfices privés du dirigeant et dans l'accroissement de la probabilité de réussite du projet d'investissement). Mais on peut soutenir une argumentation inverse et défendre l'existence d'un arbitrage entre le respect du contrat assuré par un système juridique efficace et la réduction de l'activité de monitoring des créanciers (Zazzaro, 2005). En effet, l'assurance d'un recouvrement quasi-parfait de la créance dans l'éventualité d'une faillite réduit l'incitation du créancier concerné à empêcher le débiteur de s'engager dans des projets plus risqués.

3. Conclusion

Face à la « thèse financière » de la supériorité de la *common law*, deux résultats semblent établis. Premièrement, les derniers travaux économétriques (Levine, 2002 ; Beck et Levine, 2004) montrent que d'une part, c'est le niveau de développement financier (la quantité et la qualité des services financiers offerts par l'ensemble des institutions banques et marchés) qui est crucial pour la croissance économique d'un pays ; en revanche, la structure du système financier (selon qu'il soit orienté marché ou banque) importe. D'autre part, la composante exogène du développement financier (la part du développement financier expliquée à partir de l'origine du système juridique) est reliée de manière positive et significative à la croissance économique. Ainsi, d'après ces études, l'origine du système juridique joue un rôle crucial dans la création des conditions nécessaires au développement d'un système financier performant, capable de promouvoir la croissance

économique à long terme. De la relation finance – développement, on passe à la relation droit — finance — croissance économique.

Deuxièmement, la *common law* présente des inconvénients et il convient de compléter la conclusion précédente en considérant davantage l'efficacité de l'instrument juridique et moins la tradition juridique dans laquelle il opère. Le droit doit alors développer des outils en tenant compte de la spécificité de l'architecture financière du pays. Cet exercice met en avant la thèse micro économique de la relation entre le droit et la finance dont la problématique consiste à évaluer les instruments juridiques au travers des effets qu'ils produisent sur les stratégies et les comportements des acteurs du financement de l'économie d'un pays. Précisément, le revers de l'efficacité de la *common law* soutenue dans les travaux cités précédemment serait le développement d'un risque juridique (*rules vs discretion*) lié à l'imprévisibilité des décisions de justice et les difficultés d'harmonisation d'une législation produite de manière décentralisée. En effet, nous avons vu que les pays de *common law* ont tendance à répondre à l'incomplétude du droit en permettant au juge créateur de droit de le compléter. Il nous semble que cette plus grande flexibilité est susceptible de générer alors un risque juridique dans la mesure où les décisions du juge seraient moins prévisibles. Certes, on avance souvent l'idée que la *common law* serait un système particulièrement stable en raison de mécanismes tels que le *stare decisis* (caractère contraignant de la jurisprudence). Cela est vrai dans une certaine mesure puisque les tribunaux sont tenus par les précédents. Toutefois, dans un environnement dynamique caractérisé par l'émergence récurrente de problèmes nouveaux (innovations technologiques, nouveaux risques,...) il est vraisemblable que se développe une « concurrence » entre les interprétations proposées par différentes cours de justice saisies simultanément sur l'ensemble du territoire concerné. Avant de parvenir à un équilibre stable, il pourra s'écouler un long moment pendant lequel l'instabilité sera importante. Bien entendu, l'intervention des juridictions supérieures, à commencer par la présence d'une cour suprême, accélérera le processus, mais elle ne garantira pas immédiatement une solution harmonisée¹⁵. En ce sens, il existe bien un arbitrage entre les avantages et les inconvénients de la flexibilité.

Par conséquent, si nous mettons de côté l'opposition entre les deux traditions juridiques rivales pour considérer l'opposition entre les deux modes de financement, par le marché et par la banque, il apparaît deux choses. D'un point de vue macroéconomique, l'architecture du système financier est neutre ; c'est le niveau de développement du secteur

15. Les exemples sont nombreux dans la *common law* nord-américaine. Il a fallu ainsi près de 50 ans pour harmoniser les dispositifs des 50 États en matière de responsabilité civile des producteurs.

financier qui est un déterminant de la croissance. En revanche, d'un point de vue microéconomique, le recours au crédit bancaire et le financement par le marché ne sont pas indifférents. La banque prend l'avantage dans la mesure où elle s'adapte mieux à son environnement institutionnel et juridique. D'une part, les banques sont plus aptes à répondre au comportement stratégique des emprunteurs que certaines institutions juridiques. D'autre part, les banques ont démontré leur capacité à réagir aux changements institutionnels au travers de l'élargissement de leur champ d'action ou, plus simplement, de la forme du contrat de dette (prise de garanties, maturité et taux d'intérêt).

Si l'approche microéconomique est celle que l'on veut retenir, de nombreuses questions restent en suspens. Le droit a-t-il vocation à protéger l'agent qui dispose d'un avantage informationnel (que l'information soit *soft* ou *hard*) afin qu'il soit incité à produire effectivement cette information ou, au contraire, doit-il protéger les agents sous-informés du risque d'expropriation par les agents les mieux informés? L'avantage informationnel des agents les mieux informés résulte-t-il du droit? Dès lors, ces derniers n'influencent-ils pas en fait le droit pour conserver leur avantage informationnel (théorie de la dépendance au sentier)? Le risque juridique qui pèse sur les banques en raison de l'imprévisibilité qui caractérise la *common law* se justifie-t-il en raison d'une limitation de l'opportunisme des banques ou en raison d'un autre mode de production d'information d'une autre nature (*a priori hard*) par un autre acteur dominant, le marché? Pourquoi protéger juridiquement les banques ou un autre *stakeholder*, tel l'actionnaire minoritaire ou le dirigeant? La réponse résulte-t-elle d'une efficacité économique particulière en terme de création d'incitations ou résulte-t-elle de considérations politiques ou historiques? On pourrait finalement penser qu'en matière financière, les règles juridiques déterminent les incitations des différents *stakeholders* à produire de l'information et cherchent simultanément à protéger les agents qui sont expropriés en raison de l'opportunisme de l'agent ainsi favorisé. À ce difficile arbitrage, les *stakeholders* répondent en ajustant leurs garanties, leur prix ou leurs activités au sens large.

Références bibliographiques

- AGHION, P., O. HART et J. MOORE , 1992 : « The Economics of the Bankruptcy Reform », *Journal of Law, Economics, and Organization*, vol. 8, pp. 523-546.
- ARRUNABA B. et V. ANDONOVA, 2005 : « Market Institutions and Judicial Rulemaking », in C. MENARD and M. M. SHIRLEY, eds., *Handbook of New Institutional Economics*, Dordrecht, Springer, pp. 229-250.
- BAKER G., R. GIBBONS et K. MURPHY, 2005 : « Contracting for Control », *Unpublished Working Paper*.
- BECK T. et R. LEVINE, 2004 : « Stock markets, banks, and growth: Panel evidence », *Journal of Banking & Finance*, vol. 28, n° 3, pp. 423-442.
- BOLTON P. et D.S. SCHARSTEIN, 1996 : « Optimal Debt Structure and the Number of Creditors », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 1, pp. 1-25.
- BOTTAZZI L., M. DA RIN et T. HELLMANN, 2005 : « What Role of Legal Systems in Financial Intermediation: Theory and Evidence », *ECGI Finance Working Paper*, n° 82.
- CHOPARD B et B. DEFFAINS, 2005 : « Droit, finance et efficacité économique: au delà des indicateurs de protection légale des investisseurs », in *Mesurer l'efficacité économique du droit*, G. CANIVET, M.-A. FRISON-ROCHE et M. KLEIN (eds), LGD, Paris.
- DAVYDENKO S.A. et J.R. FRANKS, 2005 : « Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany and the UK », *ECGI — Finance Working Paper*, n° 89/2005.
- DIAMOND D.W., 1984 : « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies* vol. 51, pp 393-414.
- DIAMOND D. W., 1991 :, « Monitoring and Reputation: the Choice between Bank Loans and Directly Placed Debt », *Journal of Political Economy*, vol. 99, pp. 689-721.
- DJANKOV S.D., C. MCLIESH et A. SHLEIFER, 2004 : « Private Credit in 129 countries », *World Bank Working Paper*.
- ERGUNGOR O., 2004 : « Market vs. Bank-Based Financial Systems: Do Rights and Regulations Really Matter? », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n° 12, pp. 2869-2887.
- FAMA E., 1985 : « What's Different About Banks? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 15, pp. 29-57.
- JAPPELLI T. et M. PAGANO, 2002 : « Information Sharing, Lending and Defaults: Cross Country Evidence », *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, n° 2, pp. 2017-2045.

- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER et R. VISHNY, 1998 : « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, vol. 106, décembre, pp. 1113-1155.
- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER et R. VISHNY, 1999 : « The Quality of Government », *Journal of Law, Economics and Organization*, vol. 15, pp. 222-279.
- LA PORTA R., F. LOPEZ-DE-SILANES, A. SHLEIFER et R. VISHNY, 2000 : « Investor Protection and Corporate Governance », *Journal of Financial Economics*, vol. 58, pp. 3-27.
- LEVINE R., 2002 : « Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, n° 4, pp. 398-428.
- LEVINE R., 1999 : « Law, Finance and Economic Growth », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 8, pp. 8-35.
- LOVE I. et N. MYLENKO, 2003 : « Credit Reporting and Financing Constraints », *Mimeo*, World Bank.
- MAYER C., 1988 : « New Issues in Corporate Finance », *European Economic Review*, vol. 32, pp. 1167-1189.
- ONGENA S. et D.C. SMITH, 2000 : « What Determines the Number of Bank Relationships? Cross-Country Evidence », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, pp. 26-56.
- PETERSEN M.A., 2004 : « Information: Hard and Soft », *Kellogg School of Management Working Paper*.
- PISTOR K. et C. XU, 2003 : « Law Enforcement Under Incomplete Law: Theory and Evidence From the Financial Market Regulation », *Columbia Law and Economics Working Paper n° 222*, <http://ssrn.com/abstract=396141>.
- PISTOR K. et C. XU, 2002 : « Fiduciary duty in transitional Civil law Jurisdictions, Lessons from the Incomplete Law Theory », *ECGI WP n° 01/2002*.
- Pour des Procédures d'Insolvabilité Ordonnées et Efficaces, 2000 : *Fonds Monétaire International*, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/orderly/fre>
- Rapport sur le développement dans le monde, 1996 : *Banque mondiale*.
- QIAN J. et P.E. STRAHAN, 2005 : « How Law and Institutions Shape Financial Contracts: The Case of Bank Loans » *NBER Working Papers n° 11052*, National Bureau of Economic Research, Inc.
- RAJAN R.G. et L. ZINGALES, 2003 : « Saving Capitalism from the Capitalists », *Crown Business Press*.

RAJAN R.G. et L. ZINGALES, 1998 : « Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis », *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 11, n° 3, pp. 40-49.

SALAS-FUMAS V., 2006 : « Economics of the Stakeholders'firms », ECGI — *Finance Working Paper*, n° 115/2006.

STIGLITZ J. et A. WEISS, 1981 : « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 71, n° 3, pp. 393-410.

ZAZZARO A., 2005 : « Should Courts Enforce Credit Contracts Strictly », *Economic Journal*, vol. 115, issue 500, pp 166-184.