

UN SYSTÈME FINANCIER PLUS EFFICIENT POUR OBTENIR DE MEILLEURES PERFORMANCES ÉCONOMIQUES : UNE TENTATIVE D'IDENTIFICATION DES PRIORITÉS

FRANCESCO GIAVAZZI *
ALBERTO GIOVANNINI**

L'envolée récente des Bourses du monde entier a montré à quelle vitesse il est possible de modifier profondément les systèmes productifs grâce au levier des marchés financiers et les possibilités qui s'offrent à nous pour rendre les marchés financiers plus efficaces dans le but d'améliorer les performances de l'économie. La flambée boursière est à la fois la cause et la conséquence de l'activisme nouveau dont font preuve les investisseurs, qui exigent des entreprises qu'elles créent de la valeur, et elle illustre les possibilités qui s'offrent à nous lorsque la propriété des moyens de production devient liquide et peut être contestée.

C'est aujourd'hui une vérité admise (voir par exemple Camdessus, 1997, Banque mondiale, 1996, 1997, La Porta et al. 1998 et le débat de Giavazzi et Giovannini que l'on trouvera ci-après) qu'une économie ne peut être performante que s'il existe des institutions facilitant la production et la distribution efficace des biens et services et que, par le passé, les États ont prêté trop peu d'attention au rôle crucial joué par les institutions et infrastructures économiques dans les performances des sociétés modernes. Les tenants de cette thèse ajoutent souvent que les marchés financiers modernes sont l'un des piliers les plus essentiels d'une infrastructure économique efficace.

Depuis le milieu des années 1980, les États industriels, comme les pays en voie de développement, ont entrepris une série de réformes qui pourraient - même de très loin - avoir été inspirées par une prise de conscience de l'importance de marchés financiers efficaces. Ainsi, le

* Professeur d'économie à l'université Bocconi, Milan.

** Directeur général adjoint, Banca di Roma.

Francesco Giavazzi et Alberto Giovannini remercient Daniela Marchesi, Alfredo Macchiati, Luigi Spaventa et Ernst-Ludwig von Thadden de leurs commentaires.

contrôle des mouvements de capitaux internationaux a été levé, de même que les restrictions sur les investissements des établissements financiers et la réglementation sur les taux d'intérêt qu'ils acquittent sur les emprunts à taux fixe, la privatisation des établissements financiers, l'ouverture des marchés financiers à un plus grand nombre d'acteurs (dont les établissements financiers étrangers), et enfin la réforme de la législation et de la réglementation régissant les marchés d'actions visant à renforcer la transparence et mieux protéger l'ensemble des investisseurs.

Il n'est pas surprenant que, dans l'ensemble, ces réformes se soient accompagnées d'une expansion et d'un renforcement du secteur financier qui reflètent le gonflement des volumes sur lesquels porte l'intermédiation financière, c'est-à-dire de l'élimination des contraintes faisant obstacle à l'efficacité économique. C'est pourquoi le succès des réformes financières a engendré la théorie selon laquelle la réforme financière visant à concevoir et encourager des marchés financiers toujours plus efficaces doit être l'une des grandes priorités de tout gouvernement soucieux de croissance. Aussi, des pressions de plus en plus vives s'exercent pour rendre les marchés financiers à la fois plus liquides et plus efficaces. Les avocats d'un renforcement des marchés financiers privilégient actuellement les possibilités offertes par Internet et les regroupements et la création de liquidité qui vont de pair avec la facilité d'accès et de communication que procurent les nouvelles technologies.

80

Nous pensons que l'attention portée aux nouvelles technologies, aux nouveaux produits financiers structurés, ou encore à la possibilité de regrouper des Bourses ou d'en créer de nouvelles, concerne davantage les intervenants des marchés que le pouvoir politique, au lieu de quoi ce dernier doit s'attacher en priorité aux distorsions qui empêchent encore une intermédiation financière efficace mais sont souvent, à première vue du moins, très éloignées des salles de marché et des sites Internet.

Le présent rapport n'est qu'une première tentative dans cette voie. Nous avons examiné les indices disponibles sur l'efficacité des institutions judiciaires et leurs effets sur le fonctionnement des marchés financiers. Nous partons de là parce que nous croyons que de bonnes institutions judiciaires, c'est-à-dire des institutions permettant d'exécuter les contrats financiers, importent plus pour le fonctionnement correct des marchés financiers que les considérations plus techniques fréquemment évoquées par ceux qui sont fascinés par les innovations les plus récentes de la technologie financière. Par exemple, nous trouvons que la différence entre la durée d'une procédure de saisie hypothécaire en France (moins d'un an) et en Espagne (trois ans) est une explication plus pertinente pour les performances relatives de ces deux marchés (et aussi une cause à laquelle il est plus difficile de remédier) que, par exemple, la création du tout nouveau marché de produits dérivés dans ces deux pays. Les indices que

nous avons recueillis confirment cette intuition : l'efficacité de l'appareil judiciaire est un facteur déterminant de façon significative la manière dont fonctionnent les marchés financiers.

Il en va de même pour les lois et institutions destinées à protéger les investisseurs ainsi que pour le gouvernement d'entreprise. Même dans ce cas, les preuves en notre possession suggèrent l'existence d'un lien solide entre la qualité du droit des sociétés, l'application efficiente de la législation et les performances économiques.

Il est clair que d'autres aspects institutionnels influent de façon notable sur les performances économiques. L'efficacité des administrations publiques est l'un d'entre eux - nous pensons, par exemple, au délai requis pour créer une entreprise (voir le tableau n° 1 ci-dessous). Cette considération a son importance pour les performances économiques d'un pays, en particulier si l'on considère les indices tendant à prouver que la majeure partie des gains de productivité provient des entreprises nouvelles. Disney et al. (2000) ont analysé l'augmentation de la productivité dans le secteur manufacturier au Royaume-Uni sur la période 1980-1991 en utilisant des données microéconomiques issues d'un large échantillon d'établissements. Ils ont trouvé que 50 % de l'amélioration observée de la productivité du travail, et 90 % de celle de la productivité totale des facteurs, sont imputables aux entreprises qui ont fermé des établissements peu efficaces pour en ouvrir de nouveaux. Quoique l'ouverture d'un nouvel établissement n'exige pas toujours la création d'une nouvelle entreprise, elle nécessite certainement de nouvelles autorisations.

81

Tableau n° 1
Délai requis pour créer une entreprise

	S.A.	S.A.R.L.	Société de personnes	Entreprise individuelle
France	15	8	6	7
Allemagne	24	24	24	0
Irlande	-	4	0	0
Italie	22	16	12	16
Pays Bas	12	12	7	7
Espagne	28	28	28	4
Royaume-Uni	1	1	0	0
États-Unis	2	2	2	2

Source : calculs d'ISAE (2000) sur la base de données collectées par Logotech (1997)

Nous abordons ensuite quelques initiatives. Nous citons deux exemples. Le premier est la comparaison de deux projets de loi sur la réforme du code des sociétés que le Parlement italien est en train d'examiner. Le second concerne les initiatives visant à la création dans toute l'Europe d'agences de renseignements sur les emprunteurs et de

registres publics des crédits : ces institutions ont pour but d'atténuer l'asymétrie des informations dont disposent les emprunteurs et les prêteurs, qui joue un rôle crucial lorsque l'exécution des contrats financiers par la voie judiciaire laisse à désirer.

Pour conclure, nous ne doutons pas qu'une intermédiation financière plus efficiente est un indice révélateur (et souvent même la cause) de performances économiques supérieures à la moyenne. Nous croyons cependant que, dans bien des cas, ce n'est pas sur les marchés financiers et dans la technologie qu'il faut rechercher en premier lieu les moyens de rendre l'intermédiation financière plus efficiente.

LES MARCHÉS DU CRÉDIT ET L'EFFICIENCE DE L'EXÉCUTION PAR LA VOIE JUDICIAIRE

L'intermédiation financière n'influe aucunement sur le risque inhérent à la détention de créances sur des actifs réels : tout ce qu'elle peut faire est de redistribuer les risques. Ce faisant (c'est-à-dire en facilitant la diversification des risques et leur redistribution entre des intervenants n'ayant pas la même attitude face au risque), l'intermédiation financière peut affecter l'investissement dans les actifs réels. Cette remarque simple rejoint l'observation empirique (voir par exemple King et Levine, 1993) que le niveau de « développement financier » d'un pays semble fortement corrélé à ses performances en matière de croissance.

82

Il existe différents moyens par lesquels des marchés financiers fonctionnant bien améliorent les performances économiques. L'un d'entre eux est, comme nous venons de le dire, la redistribution des risques. Un autre tient au fait que les contrats financiers incitent les dirigeants des entreprises à adopter un comportement approprié, si bien qu'ils se substituent à un suivi étroit exercé par les divers investisseurs. Nous pensons en particulier aux contrats de dette « sévères » - ils sont « sévères » en ce sens que le fait pour l'entreprise débitrice de ne pas rembourser ses dettes amène ses créanciers soit à la fermer, soit à en prendre le contrôle, ce qui aboutit dans tout les cas au départ de ses dirigeants. Le financement par l'endettement, en réduisant la quantité de liquidités à la disposition de l'entreprise, limite les fautes de gestion et peut ainsi corriger les incitations auxquelles ses dirigeants sont sujets.

Un présupposé important sous-tend le rôle que joue l'intermédiation financière dans l'amélioration des performances économiques : il existe des institutions pour faire respecter les contrats financiers. Cela signifie simplement qu'un contrat n'a aucune valeur s'il n'existe pas de mécanisme pour le faire appliquer. C'est pourquoi, depuis quelques années, les études empiriques sur les répercussions du développement financier sur la croissance ont changé de sujet : alors qu'elles se bornaient auparavant à analyser la corrélation entre la croissance et une batterie d'indices

décrivant le développement financier (comme, par exemple, le ratio des actifs financiers sur le PIB d'un pays donné), elles examinent dorénavant le lien entre la croissance ou toute autre mesure des performances économiques et l'efficacité des institutions juridiques d'un pays au moyen d'indicateurs tels que, par exemple, le délai nécessaire pour exécuter une décision de justice.

Le tableau n° 2 cite à titre d'exemple la mesure dans laquelle l'efficacité des procédures d'exécution varie d'un pays à l'autre et leurs effets sur l'obtention de crédits - à savoir, dans cet exemple, des crédits hypothécaires et crédits à la consommation. Ces chiffres montrent que le coût et la durée moyens de la procédure de saisie judiciaire de logements pour lesquels un prêt hypothécaire a été consenti sont inversement proportionnels aux montants du prêt hypothécaire ayant servi à financer ces logements et des crédits à la consommation accordés.

La comparaison d'un pays à l'autre est confirmée par les chiffres issus d'un même pays, ce qui contribue jusqu'à un certain point à régler le problème des différences entre les institutions des divers pays dont le tableau n° 2 ne peut rendre compte.

On dispose d'une quantité croissante de preuves empiriques sur l'incidence des procédures d'exécution sur la mise à disposition de crédits et leur coût ainsi que sur leur rationnement. La disponibilité du crédit est mesurée par le montant total des prêts (en pourcentage du PIB) accordés aux entreprises ; nous avons retenu comme indicateur par défaut du rationnement du crédit le nombre de cas dans lesquels une ligne de crédit est utilisée à hauteur de plus de 95 %.

Pour tenir compte des spécificités des institutions juridiques de chaque pays, les preuves empiriques dont nous disposons à ce sujet exploitent l'écart entre l'efficacité des procédures d'exécution à l'intérieur d'un État donné. Nous citerons trois exemples. Bianco-Jappelli-Pagano (non publiés) utilisent les données sur l'écart entre l'efficacité judiciaire dans les diverses provinces italiennes sur la période 1984-1995. Les disparités sont considérables : en 1995, la différence entre la durée d'un procès jugé au civil dans les circonscriptions judiciaires les plus et les moins efficaces dépassait deux ans : elle s'étageait de 30 mois dans celle de Trente à 60 dans celle de Potenza. Le nombre d'affaires en attente de jugement varie en conséquence : on compte 16 procès en instance pour 1 000 habitants à Trente et 62 à Messine, capitale de la province où ce nombre est le plus élevé.

Après prise en compte des autres facteurs influant sur la disponibilité et le rationnement du crédit (concentration du marché bancaire et PIB relatif de la province concernée), ils ont découvert que, toutes choses égales par ailleurs, une augmentation d'un mois de la durée des procès réduit la disponibilité du crédit d'un demi-point.

Tableau n°2
Efficienc e du système judiciaire, coût et durée des procédures de saisie de biens donnés en garantie d'emprunts hypothécaires, prêts hypothécaires au logement et crédit à la consommation aux États-Unis et en Europe

Ce tableau présente des indicateurs mesurant l'efficienc e du système judiciaire et des marchés du crédit à la consommation et des prêts hypothécaires. Les données relatives à l'efficienc e des institutions judiciaires sont tirées du tableau n°7 de La Porta et al. (1996). Cet indicateur varie de 0 à 10 (cette dernière note correspondant à une exécution parfaite).

Les frais de justice en 1990, rapportés au prix du logement couvert par l'hypothèque, sont issus de Freixas (1991), lequel les a obtenus de la European Mortgage Federation (Fédération européenne des prêteurs sur hypothèque). La durée de la procédure de saisie hypothécaire est celle qui est citée dans le tableau n° 2 de Jappelli et Pagano (1989). Les prêts hypothécaires pour l'achat de logements exprimés en pourcentage de la consommation privée correspondent à la moyenne observée sur la période 1980-1985 en Grande-Bretagne, en Espagne, en Grèce et en Italie et sont issus du tableau n°1 de Jappelli et Pagano (1989). Les données relatives à l'Irlande et au Danemark portent sur l'année 1984 et sont extraites du tableau n°5 de Giavazzi et Pagano (1990). Les chiffres de la France sont ceux de 1982 et proviennent du tableau n°2 de Guiso, Jappelli et Terlizzese (1992).

Pays	Efficienc e du système judiciaire	Frais de justice en pourcentage du prix de la maison couverte par l'hypothèque	Durée de la procédure de saisie portant sur le logement couvert par l'hypothèque (mois)	Différence entre le taux d'intérêt sur les prêts hypothécaires et les taux d'intérêt à long terme	Prêts hypothécaires consentis pour l'achat de logements en pourcentage de la consommation privée totale
États-Unis	10			1,78	61,7
Danemark	10	3-4	4-6		120
Grande-Bretagne	10	4,75	12	0,51	46,4
Allemagne	9	6	12-18		
Irlande	8,75	10	10-16		35
Portugal	5,5	1-20	18		
France	8	12-18	10-12		44
Pays-Bas	10	11	2-3		
Espagne	6,25	5-15	36		7,7
Belgique	9,5	16-23	24		
Grèce	7	16	6-15		9,9
Italie	6,75	18-20	36-60	3,00	7,8

Source : Bianco, Jappelli et Pagano (non publiés)

Les résultats sont similaires pour le rationnement et le coût du crédit mesuré par les taux d'intérêt sur les prêts : dans les provinces où la durée des procédures civiles est assez longue ou le rôle des affaires en attente de jugement est relativement fourni, les taux d'intérêt demandés aux emprunteurs sont plutôt élevés et il est plus difficile d'obtenir un crédit.

Pinheiro (1999) a étudié les effets que les disparités en matière d'efficienc e de l'appareil judiciaire dans 22 États brésiliens ont sur le marché du crédit.

L'indice mesurant cette efficacité a été compilé à partir d'une enquête effectuée en 1996 auprès des chefs d'entreprise brésiliens. Les effets de l'efficacité des institutions judiciaires sont du même ordre que le PIB par habitant pour les crédits accordés tant en zone rurale qu'en zone urbaine, ce qui suggère que les différences de qualité de l'exécution par voie judiciaire sont aussi importantes que les écarts de PIB par tête pour expliquer les variations du ratio crédit/PIB que l'on constate d'un État à l'autre.

Nous en déduisons qu'il serait possible d'accroître le volume des crédits de 8,5 points de PIB en améliorant la note moyenne de l'exécution par la voie judiciaire de 17,8 %, ce qui reviendrait à ramener la proportion des ressorts où l'exécution est jugée « mauvaise » ou « très mauvaise » de 55 % à 45 %.

Cristini et Moya (1999), qui ont exploité l'écart d'efficacité entre les autorités judiciaires des diverses provinces argentines, font part d'un constat similaire. Ces auteurs ont construit un indice des performances judiciaires en utilisant deux types d'informations : l'écart entre le coût d'un procès d'une province à l'autre et un sondage d'opinion sur l'efficacité des tribunaux de leur province qui a été effectué auprès des banques opérant dans ces provinces.

La conclusion qui s'en dégage est que, si la province la plus mal notée améliorait les performances de son appareil judiciaire de manière à se rapprocher de la moyenne des 24 provinces, les prêts au secteur privé augmenteraient de 16 %.

Jusqu'ici, nous ne nous sommes intéressés qu'aux entreprises lorsque nous nous sommes penchés sur les effets de l'efficacité de l'appareil judiciaire sur la disponibilité et le coût du crédit, mais le constat est identique pour les ménages : l'efficacité de la justice, qui affecte aussi le marché hypothécaire, est un déterminant important de l'accession à la propriété.

Le pourcentage de ménages propriétaires de leur logement varie considérablement d'un pays à l'autre en Europe. On distingue deux catégories. Dans certains pays (comme l'Autriche, la France, l'Allemagne et les Pays-Bas), le pourcentage de la population générale qui est propriétaire de son logement est assez bas, ce qui pourrait s'expliquer par les différences institutionnelles affectant les marchés du crédit. Surtout, le moment où l'on accède à la propriété est également variable : en Finlande et au Royaume-Uni, le pourcentage de propriétaires est déjà élevé dans la première tranche d'âge (jusqu'à 30 ans).

Dans ces deux pays, de même qu'en Australie, au Canada, en Suède et aux États-Unis, la majorité des propriétaires ont acquis leur logement vers 30 ou 35 ans.

Les imperfections du marché hypothécaire sont évidemment l'une des causes possibles des écarts entre la proportion de propriétaires d'un pays à l'autre. Parmi les nombreuses déficiences possibles, la part du prix payée par un apport personnel est une considération importante parce qu'elle intègre les conséquences du manque d'efficacité de l'appareil judiciaire sur les hypothèques.

Le montant d'un prêt rapporté à la valeur du logement hypothéqué reflète la probabilité que la banque puisse faire jouer sa garantie dans un délai donné.

Les statistiques sur le pourcentage de l'apport personnel qui figurent dans le tableau n°3 sont négativement corrélées aux indicateurs sur l'efficacité des tribunaux qui sont cités dans le tableau n°2 ci-dessus et positivement corrélées aux données relatives à la durée des procédures de saisie de logements donnés en garantie d'emprunts hypothécaires.

Chiuri et Jappelli (2000) se sont référés à un échantillon de 400000 ménages dans les pays recensés dans le tableau n°2 pour estimer les effets des variations du taux d'apport personnel sur le pourcentage de propriétaires dans la population en fonction de diverses tranches d'âge compte tenu des caractéristiques des ménages : âge, composition (couples par opposition aux célibataires), nombre d'enfants, nombre de personnes titulaires d'un revenu d'activité et niveau de formation.

Ils ont découvert que relever le pourcentage de l'apport personnel de 50 % à 20 % faisait augmenter la probabilité pour les jeunes d'accéder à la propriété de près de 10 %.

L'élimination des obstacles au bon fonctionnement du marché hypothécaire pourrait donc avoir des répercussions non négligeables sur l'âge des accédants à la propriété, qui deviendraient plus jeunes, et donc sur l'épargne totale : si un apport personnel important est exigé, les jeunes sont obligés d'épargner avant d'acheter leur logement.

Les indications empiriques que nous avons examinées, si elles ne livrent pas de conclusions surprenantes, constituent une première tentative de quantifier le coût économique de l'inefficacité de l'appareil judiciaire. Il s'avère que ce coût n'est nullement négligeable. Sa réduction - soit directement par une amélioration de l'efficacité de la machine judiciaire, soit indirectement par la création d'institutions telles que des agences de renseignements commerciaux fournissant aux prêteurs des informations de meilleure qualité sur les postulants à un prêt - pourrait avoir des répercussions considérables sur les marchés financiers européens.

Tableau n°3
Financement du logement et pourcentage de propriétaires

	Pourcentage de propriétaires par classe d'âge			Pourcentage de l'apport personnel
	< 30	30-39	Ensemble de la population	
Australie	30	65	65	23
Autriche	21	49	50	33
Belgique	29	62	67	27
Canada	32	65	64	23
Finlande	43	76	78	18
France	17	49	56	20
Allemagne	9.4	29	36	30
Italie	33	48	62	45
Luxembourg	38	55	68	40
Pays-Bas	26	56	46	25
Espagne	43	66	73	27
Suède	28	60	58	13
Royaume-Uni	52	71	66	12
États-Unis	28	58	63	17

87

Les deux premières colonnes indiquent la proportion de chaque classe d'âge qui est propriétaire de son logement. Le pourcentage d'apport personnel correspond à la moyenne observée sur la période 1970-1995.

Source : Chiuri et Jappelli (2000).

LOI ET FINANCE

Traditionnellement, les experts distinguent les marchés financiers selon qu'ils reposent sur le modèle allemand, centré sur les banques, ou sur celui des marchés anglo-saxons, qui est fondé sur le financement par fonds propres. Cette typologie souffre de deux limites : elle n'explique pas pourquoi un pays opte pour l'un ou l'autre de ces modèles et elle inclut dans une même catégorie des pays aux caractéristiques très dissemblables : peut-on vraiment regarder la France comme un marché de type allemand ? Qui plus est, cette démarche ne permet pas de savoir comment un système pourrait être amélioré, la seule indication pratique étant qu'il faut adopter le plus efficient.

Les ouvrages récents sur le droit et la finance, pour lesquels Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer et Robert Vishny (LLSV) ont joué un rôle de pionniers, ont grandement perfectionné l'approche classique. Par exemple, dans *Law and Finance (Journal of Political Economy, 1998)*, LLSV ont compilé des statistiques sur la législation régissant la protection des investisseurs dans 49 États, puis ils ont combiné ces chif-

fres avec d'autres concernant la qualité de l'exécution des lois. L'examen de ces données fait apparaître quatre grandes familles dans le domaine du droit : les pays de droit jurisprudentiel (*common law*), ceux de droit français, ceux de droit allemand et ceux de droit scandinave en matière civile. Les pays de *common law* sont ceux qui protègent le mieux les investisseurs, qu'ils soient actionnaires ou créanciers, alors que ceux de droit français sont ceux qui les protègent le plus mal, de telle sorte qu'ils sont plus favorables aux détenteurs d'informations non accessibles aux tiers (on en trouvera un bon exemple dans la décision récemment prise par deux sociétés françaises de limiter les droits de vote de leurs actionnaires de manière à protéger l'équipe de direction en place). Les pays de droit français (mais non la France elle-même, comme l'a souligné Blanchard en l'an 2000) sont ceux où les règles d'exécution sont les moins strictes.

Ces différences entre les institutions expliquent en grande partie les disparités des structures financières. Par exemple, la concentration du pourcentage de propriétaires dans certaines classes d'âge est négativement corrélée tant à la qualité de la protection offerte aux actionnaires par les règles juridiques qu'à la qualité de l'application des règles. La protection des investisseurs est également corrélée à la taille et à la liquidité des marchés d'actions et d'obligations, les marchés financiers étant moins développés là où la protection des investisseurs est la plus faible. Lombardo et Pagano (2000) sont allés plus loin en démontrant que les institutions légales contribuent aussi à expliquer la variation de la rentabilité attendue des actions dans le monde. Le rendement des actions et les coefficients de capitalisation des résultats (PER) présentent une corrélation positive avec les indicateurs de l'efficacité de l'appareil judiciaire et l'état de droit, et une corrélation négative avec la protection des droits des actionnaires compte tenu du risque et de la croissance bénéficiaire escomptée. Le surcroît de rentabilité procuré par les nouvelles émissions est négativement corrélé à la qualité des normes comptables.

L'Italie fournit un exemple récent des leçons tirées de ces travaux empiriques pour réviser la conception du droit des sociétés. En 1998, la « loi Draghi » a instauré de nouvelles règles pour les offres publiques d'achat qui ont ouvert le marché du contrôle des sociétés dans ce pays.

Shleifer (2000) s'est penché sur le problème de l'exécution. Il a analysé dans son rapport les conditions dans lesquelles l'application de la réglementation - c'est-à-dire la délégation de son application à une autorité indépendante telle que la Securities and Exchange Commission - peut se révéler supérieure à l'application des lois et des contrats par les tribunaux en se référant tout particulièrement à la législation sur les valeurs mobilières. Cet ouvrage est pertinent pour le débat - qui est vif dans certains pays tels que l'Italie - sur l'architecture de la réglementation du marché financier, et en particulier sur la mesure dans laquelle les autorités

de tutelle doivent être compétentes pour l'exécution. Son rapport, qui se réfère à une comparaison entre le développement des marchés financiers de la Pologne et de la République tchèque, se prononce en faveur de l'inclusion de l'exécution dans les attributions des autorités de tutelle. Il fait ainsi écho aux préoccupations exprimées par la CONSOB (Commission des opérations de Bourse italienne) sur les conséquences de l'inefficacité des tribunaux sur la répression de crimes tels que le délit d'initié.

Entre 1991 et 1999, la CONSOB a transmis 99 cas à la justice. Au 12 décembre 1999, seules 37 de ces 99 affaires avaient été jugées en première instance. Dans 23 cas sur 37, le juge a décidé d'abandonner les poursuites et il a conclu à la culpabilité du défendeur dans 13 cas seulement (ces chiffres ont été fournis par la CONSOB).

INITIATIVES

Nous citerons deux exemples dans ce dernier chapitre. Le premier concerne les voies d'exécution et les moyens de les rendre plus efficaces, tandis que le second décrit une situation où l'initiative des acteurs du marché peut aider à surmonter les problèmes posés par l'inefficacité de la justice.

Deux projets de loi sur la réforme du droit des sociétés ont été déposés devant le Parlement italien. Ils incluent tous deux des dispositions visant à réduire le coût administratif de la création et du fonctionnement d'une société cotée. De ce point de vue, les deux projets de loi sont très proches l'un de l'autre et ils peuvent contribuer de façon notable à améliorer l'environnement réglementaire dans lequel opèrent les sociétés d'outre-Piémont. Ils divergent cependant sur un point capital : la réforme de la justice, et en particulier son aptitude à faire respecter la loi. L'un des deux projets, qui a été rédigé par la Commission Mirone, contient un article (article 11) modifiant la conception des tribunaux responsables de l'application du droit des sociétés en instituant un nombre restreint de juridictions spécialisées pour connaître de ces affaires. Le second, présenté, entre autres, par Walter Veltroni, n'aborde pas ce sujet. Notre exposé sur l'importance d'une application efficace de la loi par la justice milite puissamment pour le premier projet (on trouvera des explications sur l'importance de l'application de la loi dans le contexte de la réforme de la gouvernance d'entreprise dans Berglof et von Thadden, 1999). Cette différence capitale entre les deux textes est due aux pressions exercées tant par les magistrats que par les avocats, qui sont deux groupes de pression tout aussi opposés l'un que l'autre à l'instauration de juridictions civiles spécialisées et efficaces (on trouvera de plus amples développements sur ces thèmes dans le contexte de l'Italie dans Marchesi, 1998 et 1999).

Les conséquences négatives du manque d'efficacité des tribunaux dans l'application de la loi peuvent être atténuées par des dispositifs privés

visant à aider les prêteurs à trier les postulants à un prêt, en l'occurrence des agences de renseignements privées auxquelles pourraient s'adresser les établissements de crédit et des registres publics des prêts accordés. Les premières sont des organismes auxquels il n'est pas obligatoire d'adhérer et qui font office de courtiers sous condition de réciprocité en collectant, classant et distribuant les informations fournies volontairement par leurs membres. Au contraire, les registres publics des prêts sont des bases de données créées par les autorités publiques et gérées par les banques centrales (on trouvera un exposé sur les avantages comparés des établissements publics et privés institués en vue du partage d'informations dans Jappelli et Pagano, 2000a).

Les agences de renseignements et registres publics des prêts accordés remplissent plusieurs fonctions : ils permettent de lutter contre le phénomène de sélection inverse et de raccourcir le délai d'attente pour l'obtention d'un emprunt, ils obligent à la discipline en révélant les défauts de paiement et éliminent l'incitation à trop emprunter en s'adressant à plusieurs banques. Jappelli et Pagano (2000b) ont découvert que le montant total des prêts bancaires au secteur privé est plus élevé dans les pays où le partage d'informations est mieux établi et plus intense. Ce lien subsiste même si l'on prend en compte d'autres variables institutionnelles telles que celles qui permettent de cerner la mesure dans laquelle la loi est respectée et les droits des créanciers sont protégés. Les indices dont nous disposons montrent aussi que les agences de renseignement sont plus nécessaires quand les prêts ont un caractère local, ce qui demeure le cas en Europe où le secteur bancaire est encore confiné dans un cadre national. Ce domaine offre un vaste champ d'action à l'initiative privée ; dans les pays où les agences de renseignements publiques sur les crédits existent depuis de nombreuses années, il est également nécessaire de revoir la conception des systèmes de telle sorte qu'ils puissent échanger des renseignements ; enfin, la directive de l'UE sur la protection de la vie privée qui est entrée en vigueur en 1998 impose des restrictions notables sur le recueil de données, leur traitement, leur diffusion et leur conservation, ce qui rend l'échange d'informations plus ardu. Par exemple, en France, la loi sur la protection de la vie privée est si sévère (le consentement explicite de l'intéressé est indispensable pour émettre un rapport sur la solvabilité d'un emprunteur) qu'elle empêche *de facto* la création d'agences de renseignements sur les crédits. Il convient de peser soigneusement les gains que l'individu et la société retirent de la législation dans ce domaine capital.

BIBLIOGRAPHIE

- Bianco, M., T. Jappelli et M. Pagano (1999), « Courts and banks: effects of judicial enforcement on credit markets », mimeo, Università di Salerno.
- Blanchard, O. (2000), « In honor of Andrei Shleifer: Winner of the John Bates Clark Medal », mimeo, MIT.
- Camdessus, M. (1997), « Toward a Second Generation of Structural Reform in Latin America », allocution prononcée lors de la Convention Nationale des Banques (*National Banks Convention*) à Buenos Aires, le 21 mai 1997, Washington, FMI.
- Chiuri, M.C. et T. Jappelli (2000), « Financial markets, judicial costs and housing tenure: an international comparison », mimeo, Università di Salerno.
- Cristini, M. et R. Moya (1999), « Legal determinants of banking credit availability: the case of Argentina », mimeo, Inter-American Development Bank (Banque Inter-Américaine de Développement).
- Disney, R., Haskel, J. et Heden, Y. (2000), « Restructuring and productivity growth in UK manufacturing », mimeo, QMW, London.
- Feixas, X. (1991), *El mercado hipotecario español: situación actual y proyecto de reforma*. Fundación de estudios de Economía Aplicada.
- Giavazzi, F. et A. Giovannini (à paraître), « Progress in the Theory of Economic Policy » in M. Obstfeld et al. (eds.) « Festschrift in Honor of Robert A. Mundell ». Cambridge: MIT Press, 2000.
- ISAE (2000), « Rapporto Trimestrale », avril.
- King, R. et R. Levine (1993), « Finance and growth », *Quarterly Journal of Economics*, 108, août.
- Jappelli, et M. Pagano (2000a), « Information sharing in credit markets: a survey », *W.P.* no. 36, CSEF
- Jappelli, et M. Pagano (2000b), « Information sharing in credit markets: the European experience », *W.P.* no. 35, CSEF
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (1998), « Law and Finance », *Journal of Political Economy*, 307-343.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer et R. Vishny (1999), « The Quality of Government », *Journal of Law, Economics and Organization*, 222-279.
- Logotech (1997), « International comparisons of the formal requirements and administrative procedures required for the formation of SME" in the EU » (Comparaisons internationales des obligations formelles et procédures administratives obligatoires pour la création de petites et moyennes entreprises dans l'UE) *ETMS*, no. 58, Commission européenne.
- Lombardo, D. et M. Pagano (1999), « Legal determinants of the return on equity », *W.P.* no. 24, CSEF.
- Marchesi, D. (1998), « L'inefficienza della giustizia civile: conseguenze sull'economia », in S. Cassese e G. Galli (eds.) « L'Italia da semplificare- I. Le istituzioni » Bologna: Il Mulino.
- Marchesi, D. et M.A. Antonelli (1999), « Dimensione e composizione ottimali degli uffici giudiziari e effetti dell'introduzione del giudice unico », mimeo, Ministero del Tesoro, Commissione per la Spesa Pubblica.
- Pinheiro, A.C. et C. Cabral (1999), « Credit markets in Brazil: the role of judicial enforcement and other institutions », mimeo, Centro de Estudos de Reforma do Estado, Rio de Janeiro.
- Shleifer, A. (2000), « Coase v. the Coasians », mimeo, Harvard University.
- Banque mondiale (1996), *From Market to Plan-World Development Report 1996 (Du marché au plan - Rapport sur le développement dans le monde)*. Oxford: Oxford University Press.
- Banque mondiale (1997), *The State in a Changing World-World Development Report 1997 (L'Etat dans un monde en mutation - Rapport sur le développement dans le monde)*. Oxford: Oxford University Press.