

JUSQU'OUÙ LES COMPAGNIES D'ASSURANCE PEUVENT-ELLES INVESTIR DANS LE FINANCEMENT DES DETTES DES PME/ETI ?

JEAN-PAUL DÉCAMPS*
STÉPHANE VILLENEUVE*

Sous les effets conjoints d'une baisse des taux et d'une volonté politique de soutenir le financement de l'économie dans un environnement réglementaire contraignant pour les banques, la législation autorise depuis 2012 les compagnies d'assurance à allouer, sous certaines conditions¹, une part de leurs actifs dans le marché de la dette privée et à contribuer ainsi au financement des petites et moyennes entreprises (PME). Après une description des caractéristiques du mécanisme de financement par dette privée non bancaire, l'objectif de cet article est de s'appuyer sur la théorie économique pour proposer une réflexion sur les avantages et les inconvénients d'un tel mécanisme.

Le financement par dette est la principale source de financement externe pour les entreprises. Alors que, jusqu'à récemment, ce financement provenait de deux sources, les prêts bancaires et le marché des obligations, le marché de la dette privée a connu une forte croissance ces dernières années. Cette accélération du marché de la dette privée non bancaire² a des raisons réglementaires évidentes. Les accords de Bâle III ont renforcé les ratios de liquidité des banques, obligeant ces dernières à octroyer moins de prêts de maturité supérieure à cinq ans

231

* Toulouse School of Economics, Université de Toulouse Capitole.
Contacts : jean-paul.decamps@tse-fr.eu ; stephane.villeneuve@tse-fr.eu.

aux entreprises. Aussi le régulateur s'est trouvé confronté à une interrogation légitime : le renforcement des exigences de fonds propres et de liquidité des banques n'allait-il pas empêcher les entreprises et notamment les plus petites d'accéder aux financements externes dans des pays comme la France où le financement bancaire représentait en 2013 plus de 90 % des sources de financement des PME ? Une solution a été de favoriser de nouvelles formes d'intermédiation en aidant les banques à proposer des mécanismes de financement indirect pour permettre l'accès au crédit des PME. L'idée qui sous-tend la création de ces nouveaux mécanismes de dette privée est simple : d'un côté, nous avons des PME en besoin de financement qui, de par leur taille limitée, n'ont pas accès aux marchés obligataires publics ou qui ont des difficultés à obtenir un prêt bancaire de maturité supérieure à cinq ans à la suite des nouvelles contraintes réglementaires mises en œuvre par Bâle III ; d'un autre côté, nous avons des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, fonds de retraite) à la recherche d'un meilleur rendement de leurs actifs obligataires dans un environnement de taux bas. Le marché de la dette privée dans ses diverses formes est un mécanisme alternatif au crédit bancaire qui semble bien répondre à un appariement efficace entre les besoins de financement des PME et les allocations de l'épargne de long terme détenue par les institutions financières.

232

Après avoir présenté une typologie du marché de la dette privée en décrivant notamment les avantages pour chacune des parties de ce type de mécanismes de financement, l'objectif de cet article est de s'appuyer sur la théorie économique pour évaluer la valeur sociale de cette offre alternative de financement en dette destinée aux PME, mais aussi de rendre compte des dangers qui pourraient naître d'une mauvaise utilisation de ces nouveaux instruments.

TYPLOGIE DU MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉE NON BANCAIRE

Le placement privé

Le placement privé de dette est une opération de financement entre une entreprise et un nombre limité d'investisseurs, dans un cadre contractuel standardisé qui précise les modalités de prêt pour les parties prenantes³. Le placement privé est apparu à la suite d'une réglementation du NYSE-Euronext de juillet 2012, qui impose la notation des entreprises voulant accéder au marché obligataire, et s'est développé pour atteindre un volume de 3,31 Md€ en 2014 en France. Il fait intervenir trois parties : l'emprunteur, l'arrangeur et les investisseurs finals. Quelles sont les caractéristiques du placement privé pour chacune des parties ?

Un placement privé peut s'effectuer sur une base dite « obligataire », ou « prêt », selon que l'emprunt est placé sous forme d'obligations ou de contrats de type crédit bancaire.

Les avantages du placement privé de dette se matérialisent dans deux directions :

- une diversification des sources de financement et un affranchissement de la dépendance à un unique prêteur ;
- un allongement de la maturité⁴ réduisant le risque de refinancement et un profil de remboursement *in fine*.

Lorsque celui-ci prend la forme d'un prêt, les transactions menées par l'arrangeur entre l'entreprise et les investisseurs sont confidentielles et présentent donc l'avantage du prêt bancaire classique en termes de révélation d'information. Par contre, à la différence des prêts bancaires, le risque de crédit est porté par un choix ciblé de plusieurs investisseurs, notamment les assureurs qui depuis le décret du 2 août 2013 peuvent investir dans des prêts non listés sur un marché. Les PME semblent avoir le meilleur des deux mondes dans le placement privé : elles trouvent les conditions de financement similaires à celles du marché obligataire auquel elles n'ont pas accès, sans avoir à passer par une notation, mais en se contentant d'une documentation type précise et réservée aux investisseurs. En pratique, la documentation contient un ensemble de clauses contractuelles (covenants financiers, interdiction de modifier les termes du contrat au profit de nouveaux créanciers) qui protègent les investisseurs. Ces clauses sont négociées *ex ante* dans les termes du contrat de prêt et doivent être conformes aux résultats des dues diligences.

Par conséquent, le coût de l'émission d'un placement en dette privée n'est pas nul pour l'émetteur. Ce dernier doit être suffisamment structuré pour répondre aux interrogations du *pool* d'investisseurs pendant toute la durée du contrat. En particulier, il doit présenter des comptes consolidés, avec au moins deux ans d'historique, informer les investisseurs de ses autres engagements risqués, financiers ou non financiers. Aussi les entreprises visées par le placement privé répondent à des critères d'éligibilité en termes de chiffres d'affaires et de profils de crédit qui ne sont pas toujours accessibles pour les petites entreprises.

L'arrangeur, généralement une banque⁵, a un rôle essentiel de placement du crédit auprès des investisseurs, en organisant la mise en relation entre l'emprunteur et les investisseurs. L'arrangeur apporte aux investisseurs son expertise en analyse de crédit et aussi son information privée sur l'emprunteur lorsque ce dernier est aussi client de la banque. L'arrangeur peut être coinvestisseur notamment dans la documentation standardisée des Euro PP en s'engageant au moins sur 20 % du prêt. Par conséquent, le placement privé permet aux banques de main-

tenir une relation commerciale avec l'entreprise tout en diminuant la taille de son bilan.

Les investisseurs sont quant à eux à la recherche de produits à rendement leur permettant de diversifier leurs portefeuilles obligataires dans un contexte de taux bas. Sachant que les contraintes réglementaires des assureurs sont plus souples pour les placements privés de dette que pour l'investissement en capital, il est naturel de voir les compagnies d'assurance s'intéresser à ce type de produits qui constitue une bonne alternative au marché obligataire avec des fonds de dettes privées dont les rendements sont de 4 % à 6 %. Le *pool* d'investisseurs étant limité, les investisseurs ont de plus la possibilité de négocier les clauses du placement privé, notamment la part de risque que l'arrangeur doit garder dans son bilan et les protections de type covenant. Aussi les placements privés demandent des compétences particulières en analyse crédit : il faut participer activement à la période de due diligence organisée par l'arrangeur avant la signature des contrats et, par la suite, mettre en place un suivi régulier, notamment avec les dirigeants des sociétés émettrices et l'arrangeur. Si la qualité du crédit est notée par une agence sur les marchés obligataires, la qualité de l'emprunteur en placement privé est à la charge de l'investisseur qui, peu habitué aux risques financiers des PME, doit payer les coûts d'organisation d'équipes internes afin d'expertiser l'analyse crédit de l'arrangeur.

234

Enfin le placement privé est un investissement de type *buy and hold*, qui a donc vocation à être détenu jusqu'à la maturité du contrat à la manière d'un crédit classique. Contrairement au marché obligataire public, le marché de la dette privée revendique sa relative illiquidité, bien que des possibilités de sortie soient ouvertes dans le contrat type. En conséquence, ces contrats offrent un supplément de rémunération – prime de liquidité – par rapport à des obligations cotées de profil de risque comparable. L'évaluation difficile de cette prime de liquidité peut provoquer la défiance de certains investisseurs qui ne verraient pas clairement celle-ci se matérialiser dans les prix.

Les fonds communs de placement de dette

L'idée des fonds communs de placement de dette est de permettre à des petites entreprises souhaitant financer des projets de petite taille ou n'étant pas en mesure de s'offrir les solutions de financement alternatives au crédit bancaire de type placements privés de s'associer en constituant un portefeuille agrégeant l'ensemble de leur demande de financement par dette. Le principe de mutualisation qui participe à ce groupement des émissions permet d'atteindre une taille suffisante pour intéresser les investisseurs institutionnels. De plus, une structuration intelligente du portefeuille permet une diminution du risque global du

portefeuille et donc un accès à des taux d'emprunt plus bas pour chaque emprunteur individuel. Par contre, cette mutualisation des prêts rend le problème de l'évaluation des risques de défaut individuel plus difficile, surtout si cette évaluation est confiée à un unique agent, le gérant du fonds, faisant naître un problème classique d'aléa moral entre ce dernier et les investisseurs.

LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES EXPLIQUÉ PAR LA THÉORIE ÉCONOMIQUE

Les sources de financement par émission de dette sont de deux types : dette privée – prêt bancaire ou non bancaire – et dette de marché par émission d'obligations sur le marché des capitaux. Pour expliquer l'arbitrage entre ces deux choix de financement, la théorie économique fournit quelques arguments basés sur l'asymétrie d'information, l'efficacité de la surveillance de la politique managériale de l'entreprise et la renégociation en cas de détresse financière de l'émetteur.

L'asymétrie d'information

Lorsqu'une entreprise cherche à lever des fonds sur un marché des capitaux, les investisseurs n'ont pas une information parfaite sur la qualité du projet, ni même sur la compétence de l'emprunteur. Quand cette asymétrie d'information est trop grande, l'emprunteur peut même se trouver dans l'incapacité de financer un projet rentable. Ce paradoxe a été analysé par Joseph Stiglitz et Andrew Weiss en 1981. Lorsqu'un investisseur prête à une entreprise, celui-ci essaie de se couvrir contre le risque d'un défaut de l'emprunteur de plusieurs façons. Il est courant que le contrat de prêt contienne des clauses qui autorisent le prêteur à saisir les actifs de l'entreprise en cas de défaut ou à se retirer si certains indicateurs comptables de l'emprunteur se dégradent. L'investisseur peut demander qu'une part du risque soit aussi couverte par un investissement en fonds propres de la part de l'entrepreneur. L'idée est d'aligner les intérêts des deux parties, afin d'inciter l'emprunteur à dévoiler son information privée sur la qualité du projet à financer. Lorsque le coût de cet alignement d'intérêt est trop important, il est possible de voir des projets rentables non financés.

Si l'on considère raisonnable de penser que l'information disponible sur une entreprise est proportionnelle à sa taille, il devient clair que les entreprises de grande taille seront plus crédibles pour lever des fonds sur le marché des capitaux (Holmstrom et Tirole, 1997). Intuitivement, l'information publique détenue sur les activités de ces entreprises est suffisamment riche pour que des investisseurs prennent le risque de les financer sur le marché des capitaux. L'avantage comparatif des banques pour financer les PME vient du fait qu'elles détiennent une information privée sur l'état de santé des entreprises dont elles gèrent les

comptes et les moyens de paiement⁶. Cette position privilégiée leur permet d'acquérir une rente informationnelle qui rend possible un financement par crédit bancaire ou leur permet d'agir comme intermédiaire dans un mécanisme de placement privé de dette. En termes de partage des risques, les deux options de financement sont diamétralement opposées. En effet, si le risque de crédit est partagé sur l'ensemble des investisseurs et permet la rencontre entre de l'épargne prête à s'investir et des projets en recherche de financement dans le cas d'une émission obligataire, la banque porte la totalité du risque lorsqu'elle octroie un crédit ou partage ce dernier avec un nombre limité d'investisseurs dans le cas d'un placement privé. On comprend mieux pourquoi un prêteur unique ou un *pool* limité de prêteurs ont beaucoup plus d'incitations à surveiller la qualité de l'emprunteur.

Efficacité de la surveillance de la politique managériale

Depuis le papier de Diamond (1984), il est établi que le contrôle de l'information privée est plus efficace lorsqu'il est délégué à un intermédiaire financier plutôt que supporté par de nombreux investisseurs comme dans le cas d'une émission de dette publique. En conséquence, la réputation d'un emprunteur s'acquiert par le remboursement de ses dettes contractées auprès d'une banque qui est en capacité de surveiller les actions de l'emprunteur. À la suite d'un bon historique de remboursement de ses dettes, une entreprise sera en mesure d'augmenter la taille de ses emprunts en accédant à une notation lui permettant de se financer sur le marché obligataire.

Renégociation

Gertner et Scharfstein (1991) ont montré que les problèmes de coordination dus à la dilution des détenteurs de dettes publiques rendent inefficaces les politiques de renégociation de dette en cas de détresse financière. La loi exige le consentement unanime des souscripteurs avant qu'une entreprise puisse modifier le capital, l'intérêt ou l'échéance de sa dette publique. Aussi la dette privée bancaire ou non bancaire a un avantage comparatif en cas de détresse financière sur l'émission de dette publique, car les créanciers en nombre limité auront plus de facilités à aligner leur intérêt lors de la renégociation.

Si la théorie a su distinguer le financement public du financement privé, elle traite encore trop peu de la distinction entre dette privée bancaire et non bancaire.

Une étude empirique de Denis et Mihov publiée en 2003 montre que les prédictions théoriques obtenues pour les entreprises de haute qualité et de qualité moyenne concordent globalement avec les prédictions des modèles basées sur l'asymétrie d'information, la réputation

de l'emprunteur et la renégociation efficace. Ces modèles restent silencieux dans leurs prédictions pour les entreprises dont la qualité de crédit est la moins élevée. Les résultats empiriques de Denis et Mihov indiquent que le marché de la dette privée non bancaire complète les sources d'emprunt bancaires et publiques en accueillant les entreprises dont la qualité de crédit (mesurée par la probabilité de défaut) est la moins élevée. Si le régulateur a, dans sa volonté de diversifier les sources de financement pour les PME, rendu possible l'entrée d'investisseurs institutionnels et en premier lieu les compagnies d'assurance dans le marché de la dette privée, il est raisonnable de penser qu'il cherchait à rendre ce mécanisme sûr et efficace et à ne pas favoriser outre mesure l'augmentation du financement des crédits les plus risqués.

DANS QUELLES MESURES LE MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉ NON BANCAIRE EST-IL EFFICACE ?

Les études théoriques et empiriques montrent que le financement bancaire est incontournable pour financer les projets risqués sur lesquels on a peu d'information, au prix d'une acceptation par l'emprunteur de contraintes en termes de surveillance, d'un engagement en collatéral et de révélation d'informations qui définissent la prime de risque et donc le taux d'emprunt. Néanmoins les contraintes prudentielles rendent le financement bancaire plus difficile. Il est apparu nécessaire de fournir une alternative au financement bancaire en incitant le développement du marché de la dette privée tout en évitant les écueils de la titrisation⁷.

La question de proposer des alternatives au financement bancaire n'a de sens que si les entreprises ont des opportunités d'investissement rentables qu'elles ne peuvent financer en interne ou par crédit bancaire. Or les statistiques de la Banque de France⁸ montrent que le problème de financement des PME n'est pas plus marqué en France que dans les autres pays de la zone euro, même si certains secteurs constatent des problèmes de financement de leur trésorerie. En d'autres termes, les contraintes prudentielles imposées aux banques qui contractent l'offre de crédit ne poseraient véritablement un problème que si la demande de crédit augmentait significativement avec de meilleures perspectives de croissance de l'économie. D'après la note au Conseil d'analyse économique de Cailloux *et al.* (2014), il apparaît que la demande de crédit est faible et que le secteur bancaire français est réglementairement en mesure d'absorber une demande de crédit plus soutenue. Il est toutefois juste de signaler que les statistiques ne sont pas toujours capables de discerner les raisons – asymétrie d'information, coût de surveillance et de renégociation – d'une faible demande de crédit. La volonté de développer le financement alternatif des PME repose

presque toujours exclusivement sur l'idée opposée que la demande de crédit est plus forte que l'offre, même si l'estimation du taux de croissance de l'encours de crédit reste assez flou.

Le marché de la dette privée peut certes s'appuyer sur les travaux d'Holmstrom et Tirole (1997) pour argumenter sur sa raison d'être. En effet, ces derniers montrent que les entreprises de petite taille (mesurée par la taille de leur engagement en collatéral) peuvent bénéficier efficacement d'un mode de financement tripartite similaire à un placement de dette privée pour financer de bons projets qui ne pouvaient l'être avec un financement bancaire classique. La raison est intuitive, le risque est partagé entre les trois parties, emprunteur, intermédiaire et investisseur, et la répartition des gains tient compte des coûts de surveillance et d'asymétrie d'information. Il est intéressant de constater que les rédacteurs de la charte Euro PP avaient clairement en tête ce problème d'incitation lorsqu'ils ont proposé une version standardisée du contrat de dette privée non bancaire. En particulier, la charte impose à la banque de garder une part du risque dans son bilan, afin de ne pas distribuer de mauvais prêts aux investisseurs.

Dans l'hypothèse où la demande de crédit augmente et où il est possible de contrôler efficacement les problèmes d'asymétrie d'information, le marché de la dette privée comme alternative aux prêts bancaires a donc une valeur sociale en favorisant l'accès au crédit pour les petites entreprises. Cependant l'étude empirique de Denis et Mihov nous apprend que la qualité des emprunteurs de dette privée non bancaire est mauvaise et que le marché de la dette privée supporte les plus grands problèmes d'asymétrie d'information. La volonté de développer le financement alternatif des PME repose donc sur l'idée que les problèmes d'asymétrie d'information sont maîtrisables. Or le marché de la dette privée a deux niveaux d'asymétrie d'information, celui standard entre l'emprunteur et l'investisseur et celui entre l'intermédiaire et l'investisseur, qui rendent compliquée une bonne maîtrise de l'aléa moral.

Supposons pour fixer les idées qu'il y a deux types d'emprunteurs, les bons et les mauvais, un *pool* d'investisseurs et un intermédiaire (banque), et supposons que la banque soit en mesure de distinguer les bons projets annihilant le premier niveau d'asymétrie d'information. La banque étant la seule à détenir l'information privée sur la qualité des emprunteurs, deux choses peuvent se produire. Soit les contraintes prudentielles ne l'empêchent pas de garder dans son bilan les bons prêts. Ainsi seuls les mauvais prêts fourniraient les actifs du marché de la dette privé, rendant inefficace son développement. Soit la banque n'est pas en mesure de financer l'ensemble des bons projets. Dans ce cas, le placement privé bénéficiera à l'économie, si toutefois la rému-

nération de l'intermédiaire ne l'incite pas à regrouper, dans des fonds communs de placement, des bons et des mauvais crédits. Aussi, comment réduire le problème d'asymétrie d'information entre la banque et les investisseurs afin de ne financer que les projets rentables ? La théorie dynamique de l'agence est particulièrement adaptée à cette problématique et a fourni des réponses qui étendent les résultats d'Holmstrom et Tirole dans un cadre dynamique. Biais *et al.* (2010) proposent un système de bonus-malus, afin de réduire le problème d'aléa moral. L'idée est d'indexer la rémunération et le volume des contrats de l'intermédiaire sur ses performances passées. En d'autres termes, la réputation d'un intermédiaire s'acquiert par la fréquence des défauts des prêts qu'il a arrangés. Non seulement l'intermédiaire devra supporter une partie des pertes, mais aussi il devra réduire la taille de ces engagements – volume de placement privé, fonds de dettes sous gestion – pour une durée fixée par le régulateur. Pour illustrer simplement le mécanisme optimal, considérons un fonds de dette constitué à l'actif de deux prêts de même taux de coupon et de même maturité remboursant chacun 100 euros *in fine*. Le fonds est détenu à 80 % par une compagnie d'assurance et à 20 % par l'intermédiaire. En cas de défaut de l'un des deux prêts avant l'échéance du contrat, Biais *et al.* (2010) recommandent que le contrat de rémunération doit être modifié pour que l'intermédiaire soit puni pour son défaut de surveillance. Une manière d'implémenter cette punition serait, par exemple, de modifier la proportion au passif en passant, par exemple, à 90 % pour l'investisseur et 10 % pour la banque. En contrepartie, on pourrait aussi imaginer un contrat qui proposerait toujours une répartition (80 %, 20 %) pour le partage de l'investissement entre la compagnie d'assurance et l'intermédiaire, mais (75 %, 25 %)⁹ pour le remboursement *in fine* si aucun prêt ne fait défaut. Si les banques ne sont véritablement pas en mesure de financer les bons investissements pour des contraintes réglementaires, elles auront ainsi des incitations à faire des efforts de *monitoring* pour fournir le marché de la dette privée avec de bons crédits.

CONCLUSION

L'émergence récente du marché de la dette privée non bancaire est une réponse aux besoins de financement des petites entreprises, poussée par le régulateur dans le contexte actuel de la réglementation bancaire. La dette privée non bancaire, en améliorant l'adéquation entre crédits et épargne de long terme, favorise l'investissement sans toutefois garantir l'efficacité économique. En effet, la littérature empirique suggère que le mécanisme de la dette privée non bancaire en augmentant l'offre de crédit peut exacerber le problème d'aléa moral et attirer surtout les

crédits de faible qualité, amenant les investisseurs négligents à prendre plus de risques. De la maîtrise du problème d'aléa moral et d'une bonne évaluation de son coût par les investisseurs dépendra le succès de ce nouveau mode de financement.

NOTES

1. Le décret n° 2013-717 du 2 août 2013 amendant le Code des assurances permet désormais aux compagnies d'assurance d'investir jusqu'à 5 % de l'épargne de leurs assurés dans des fonds de placement privé de dette.
2. Dans cet article, le terme « marché de la dette privée non bancaire » désignera tout mécanisme de financement privé alternatif au crédit bancaire (placement privé de dette, fonds d'obligations et titrisation de créances).
3. Charte de l'Euro PP rédigée sous l'égide de la Banque de France et de la CCI Paris IdF est disponible sur le site : www.fbf.fr/fr/files/9HLKBC/Charte-Euro-PP-Mars-2014.pdf.
4. Six à sept ans pour le contrat Euro PP, contre trois à cinq ans pour un prêt bancaire.
5. La liste des arrangeurs sur la place de Paris est disponible sur le site de l'AMAFI : www.amafi.fr.
6. Voir Hirschleifer (1971) et Bolton et Freixas (2000) pour une justification théorique.
7. L'un de ces écueils, du moins telle que la titrisation était pratiquée aux États-Unis avant 2008, est que celle-ci était plus un moyen pour les banques de se soustraire à la réglementation que d'organiser un vrai partage des risques vers des institutions aux bilans moins fragiles.
8. Nous renvoyons ici au graphique 5 de la note de Cailloux *et al.* (2014).
9. Ces chiffres n'ont évidemment aucun sens économique et ne servent qu'à illustrer nos propos.

240

BIBLIOGRAPHIE

- BIAS B., MARIOTTI T., ROCHET J.-C. et VILLENEUVE S. (2010), « Large Risk, Limited Liability and Dynamic Moral Hazard », *Econometrica*, vol. 78, n° 1, pp. 73-118.
- BOLTON P. et FREIXAS X. (2000), « Equity, Bonds and Bank Debt: Capital Structure and Financial Market Equilibrium under Asymmetric Information », *Journal of Political Economy*, vol. 108, n° 2, pp. 324-351.
- CAILLOUX J., LANDIER A. et PLANTIN G. (2014), « Crédit aux PME : des mesures ciblées pour des difficultés ciblées », Notes du Conseil d'analyse économique, vol. 18, pp. 1-12.
- DENIS D. J. et MIHOV V. T. (2003), « The Choice among Bank Debt, Non-Bank Private Debt and Public Debt: Evidence from New Corporate Borrowings », *Journal of Financial Economics*, vol. 70, n° 1, pp. 3-28.
- DIAMOND D. W. (1984), « Financial Intermediation and Delegated Monitoring », *Review of Economic Studies*, vol. 51, n° 3, pp. 393-414.
- GERTNER R. et SCHARFSTEIN D. (1991), « A Theory of Workouts and the Effects of Reorganization Law », *The Journal of Finance*, vol. 46, n° 4, pp. 1189-1222.
- HIRSCHLEIFER J. (1971), « The Value of Information and the Reward of Incentive Activity », *American Economic Review*, vol. 61, n° 4, pp. 561-574.
- HOLMSTROM B. et TIROLE J. (1997), « Financial Intermediation, Loanable Funds and the Real Sector », *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 3, pp. 663-691.
- STIGLITZ J. et WEISS A. (1981), « Credit Rationing in Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 73, n° 5, pp. 912-927.