
Laboratoire
de Recherche
en Gestion
& Economie

LARGE LARGE

Papier
n° 86

*Les déterminants de la décision de syndication bancaire
en France*

Christophe J. Godlewski

Mars 2007

Faculté des
sciences économiques
et de gestion

PEGE
61, avenue de la Forêt Noire
67085 STRASBOURG Cedex
Tél. : (33) 03 90 24 21 52
Fax : (33) 03 90 24 21 51
www-ulp.u-strasbg.fr/large

Institut d'Etudes Politiques
47, avenue de la Forêt Noire
67082 STRASBOURG Cedex

Les déterminants de la décision de syndication bancaire en France

Christophe J. Godlewski*
LaRGE, Université Louis Pasteur
Faculté des Sciences Economiques et de Gestion
Pôle Européen de Gestion et d'Economie
61 avenue de la Forêt Noire
67000 Strasbourg
Tél. : 03.90.24.21.21
Fax. : 03.90.24.20.64
Mail : godlewski@cournot.u-strasbg.fr

* Je remercie les participants du séminaire LaRGE, en particulier Maxime Merli, Joël Petey et Laurent Weill. Je remercie également les deux rapporteurs anonymes pour leurs remarques et suggestions. Je reste seul responsable des erreurs et omissions éventuelles.

Les déterminants de la décision de syndication bancaire en France

Résumé

On étudie dans cet article les facteurs susceptibles d'influencer la décision de syndiquer un prêt bancaire en France sur la période 1990-2006. On propose un modèle empirique de la syndication bancaire en intégrant les caractéristiques du contrat de prêt ainsi que des variables de structure bancaire et financière. La taille, le type, le motif et le taux de référence du prêt exercent une influence significative sur la décision de syndication. Celle-ci est également influencée par le développement du marché de la dette. Il apparaît que la décision de syndiquer un prêt bancaire en France est principalement motivée par les avantages en terme de diversification et de transfert du risque, par le financement d'objectif spécifique et par les revenus du spread.

Codes JEL : G21, C25.

Mots-clés : Banque, prêt, syndication, France, logit.

Abstract

In this article, we study the factors that influence the decision to syndicate a bank loan in France during the 1990-2006 period. We propose an empirical model of loan syndication which includes various loan agreement terms and conditions as well as banking and financial structure variables. Loan size, type, purpose, and benchmark rate have significant influence on the decision to syndicate. It is also influenced by the development of the bond market. Bank loan syndication decision in France seems to be mostly motivated by diversification and risk transfer issues, as well as specific purpose financing and spread.

JEL Codes : G21, C25.

Keywords : Bank, Loan, Syndication, France, Logit.

1. Introduction

Parmi les 15 plus importantes syndications bancaires en 2006, 9 ont été conclues sur le marché européen¹, qui représente 1062 prêts au total, soit 16,14 % des deals² dans le monde. Le marché français de la syndication pèse 174,3 milliards USD, avec 198 deals, soit 18,64 % du marché européen. La part des prêts syndiqués dans le total des prêts octroyés par les banques de dépôts et autres institutions financières en France est passée de 0,81 % en 1990 à 36,29 % en 2005³. La syndication des prêts bancaires, à l'interface des « mondes » des banques commerciales et d'investissement, représente une source de financement externe importante et flexible pour les emprunteurs de taille moyenne et grande.

En règle générale, suite à un appel d'offres, l'emprunteur sélectionne une (ou plusieurs) banque chef de file qui se voit octroyée un mandat pour organiser et gérer la syndication du prêt⁴. Les alternatives dont dispose l'emprunteur pour son financement externe sont : un prêt ou une série de prêts « classique(s) » dans le cadre d'une relation bancaire (*bilateral agreement*), un *club deal* (des banques déjà en relation avec l'emprunteur décident d'octroyer ensemble un ou plusieurs prêts), et une émission obligataire.

Dans le cadre d'une syndication, deux ou plusieurs banques s'accordent ensemble pour octroyer un ou plusieurs prêt(s) à un emprunteur. On peut ainsi concevoir le prêt syndiqué comme un « mélange » de prêts relationnel et transactionnel. En effet, la banque chef de file du syndicat analyse et contrôle l'emprunteur dans un cadre de relation bancaire puis cède une partie du prêt aux autres banques du syndicat dans un cadre de

¹ Source : *Thomson Financial*.

² Un deal correspond à un contrat de dette, pouvant contenir un ou plusieurs prêts, signé par l'emprunteur et le syndicat bancaire à une date donnée.

³ Ratios calculés par l'auteur à partir des volumes des prêts syndiqués de la base *Dealscan* et des volumes de prêts octroyés par les banques de dépôts et autres institutions financières de la base de Beck et al. (2000).

⁴ En principe, les prêts syndiqués portent sur de très gros volumes (près de 800 millions USD en moyenne pour la France sur la période étudiée) et leur octroi par un prêteur est quasiment impossible. De ce fait, la décision de la syndication est implicitement collective ; l'emprunteur fait un appel d'offre pour attribuer un mandat à une banque chef de file qui s'engage à octroyer la totalité du prêt puis de former le syndicat par la suite pour réduire son exposition (syndication du type *firm commitment*) ou bien procède d'emblée à la syndication du prêt (syndication du type *best effort*) (voir section 2.1).

finance directe via la syndication (Dennis et Mullineux, 2000). Dans ce cadre, chaque membre du syndicat a une créance propre sur l'emprunteur au sein d'un deal unique.

On peut séparer les prêteurs en deux groupes. Le premier est composé de membres seniors du syndicat, et est dirigé par un ou plusieurs prêteurs (banques chefs de file), agissant en qualité d'arrangeurs mandatés, d'arrangeurs, de manager leader ou d'agents. Ces banques sont nommées par l'emprunteur afin de mettre en place la syndication du prêt. Elles jouent un rôle actif au sein du syndicat, en décidant de sa composition et en négociant les caractéristiques du prêt. Le deuxième groupe de prêteurs est composé de membres juniors du syndicat bancaire, portant des titres de manager ou de participant. Leur nombre peut varier en fonction de la taille, de la complexité et de la tarification du prêt.

Les motivations de ces deux groupes de prêteurs sont différentes. Les membres seniors du syndicat cherchent à éviter une exposition excessive sur un emprunteur, afin de respecter les contraintes réglementaires en vigueur en matière de concentration du risque, tout en maintenant une relation avec l'emprunteur. Elles cherchent également à accroître la part des commissions dans leurs revenus. Les membres juniors sont davantage motivés par un manque de capacité de crédit dans certains types de transactions, zones géographiques ou secteurs d'activités. Elles cherchent également à réduire leur coût d'octroi de prêts.

En parallèle à ces avantages, la syndication bancaire est également porteuse de problèmes d'agence. Si la banque chef de file syndique un prêt de moins bonne qualité sur la base d'information privée non transmise aux autres membres du syndicat il y a risque d'anti-sélection. Il est important de souligner que ce type de comportement génère un risque de réputation important qui peut fragiliser la position du leader au sein du syndicat, ainsi que les opportunités futures sur le marché des prêts syndiqués. Par ailleurs, un risque d'aléa moral est également susceptible de se matérialiser si les incitations au contrôle de l'emprunteur par les prêteurs sont faibles. En effet, les participants du syndicat délèguent l'effort (non observable) de contrôle de l'emprunteur au chef de file.

Les prêts syndiqués apportent également des avantages aux emprunteurs par rapport aux émissions obligataires et à plusieurs prêts bancaires bilatéraux (Allen, 1990) :

un coût moins élevé en termes de spread et de commissions, une mise en place plus rapide et plus discrète, une flexibilité plus importante au niveau des caractéristiques du prêt et une palette de possibilités de financement plus étendue.

Compte tenu de l'importance des prêts syndiqués dans le financement externe des entreprises, des avantages de la syndication bancaire pour les prêteurs et les emprunteurs, mais également des coûts d'agences qu'elle génère, ainsi que de la rareté des études empiriques concernant ce mode de financement, en particulier en France, il est judicieux d'analyser les déterminants de la décision de syndication bancaire. Une meilleure connaissance de ces déterminants offre des indications normatives sur les facteurs à renforcer ou au contraire à réduire pour contribuer au développement de ce mode de financement externe. Par ailleurs, l'étude empirique de ces déterminants permet également une meilleure compréhension de l'expansion du marché de la syndication bancaire en France.

L'intérêt académique pour la syndication des prêts bancaires est de plus en plus important depuis 2000⁵, mais reste concentré sur le marché américain, avec un intérêt prononcé pour la structure des syndicats (voir par exemple Sufi, 2007 ; Bosch et Steffen, 2006 ; Lee et Mullineux, 2004)⁶ et les termes du contrat de prêt syndiqué (voir Dennis et al., 2000 ; Altunbas et Gadanecz, 2004 ; Bharath et al., 2006)⁷. Notre article est proche de l'étude de Dennis et Mullineux (2000), qui étudient les déterminants de la syndication bancaire sur le marché américain. Ils mettent particulièrement en évidence l'influence de la transparence de l'emprunteur et de la maturité du prêt sur cette décision. Cette étude s'inscrit dans le prolongement de Dennis et Mullineux (2000), mais porte uniquement sur les prêts syndiqués aux emprunteurs français sur la période 1990-2005. De plus, on intègre davantage de déterminants par rapport à Dennis et Mullineux (2000), puisque l'on

⁵ La première étude empirique de la syndication est attribuée à Simons (1993).

⁶ Ces travaux montrent qu'en général, des asymétries d'information importantes entre l'emprunteur et les prêteurs sont associées à des syndicats de petite taille, au sein desquels les membres seniors retiennent une part plus importante du prêt.

⁷ Voir aussi Altunbas et al. (2005) pour une étude des caractéristiques des banques sur la décision de syndiquer un prêt bancaire. Il existe également d'autres travaux qui portent sur l'influence des facteurs réglementaires, institutionnels et juridiques sur la syndication des prêts bancaires (Esty et Megginson, 2003 ; Godlewski, 2007 ; Godlewski et Weill, 2007 ; Qian et Strahan, 2007) et sur les relations entre les marchés financiers et le marché de la syndication (Dahiya et al., 2003 ; Gasbarro et al., 2004 ; Allen et Gottesman, 2006). Compte tenu de l'objet de cet article, nous ne développons pas ces différents travaux.

tient compte de la majorité des caractéristiques du contrat de prêt syndiqué, ainsi que de l'influence de la structure et du développement financier.

Les résultats des régressions logistiques valident certaines conclusions de Dennis et Mullineux (2000) et apportent des éclaircissements supplémentaires sur les facteurs déterminants dans la décision de syndiquer un prêt bancaire en France. La taille, le type, le motif et le taux de référence du prêt exercent une influence significative sur la décision de syndication. La probabilité de syndiquer un prêt est d'autant moins importante que le marché de la dette est développé.

La suite de cet article est organisée de la manière suivante. La section 2 présente le processus de syndication bancaire et une description de l'évolution et de l'état du marché de la syndication bancaire en France et en Europe. Une discussion des déterminants de la décision de syndication est proposée à la section 3. Les données et la méthodologie sont décrites à la section 4. On présente les résultats à la section 5. Enfin, la section 6 conclue l'article.

2. La syndication des prêts bancaires

Dans cette section, nous discutons brièvement du processus de syndication bancaire, puis nous présentons quelques éléments clés sur l'évolution et l'état du marché européen et français des prêts syndiqués.

2.1 Le processus de syndication d'un prêt bancaire

La structure de base d'un syndicat bancaire fait intervenir une banque chef de file (ou *arranger*) qui représente et agit au nom du groupe de prêteurs – les participants. Pratiquement tout type de prêts peut être syndiqué : à terme, revolving, etc. Les maturités sont généralement à moyen terme et la tarification s'opère sur la base d'un taux d'intérêt flottant (Euribor, Libor, etc.).

La syndication d'un prêt bancaire est un processus séquentiel, qui peut être décomposé en trois phases principales (voir Esty, 2001 pour une description détaillée).

I) Pendant la phase de *pre-mandat*, l'emprunteur entame des négociations avec des prêteurs potentiels et sollicite des offres de leur part, portant principalement sur les

caractéristiques du prêt. Ces prêteurs sont en concurrence pour obtenir le mandat. A partir des propositions qu'il reçoit, l'emprunteur sélectionne une banque ou un groupe de banques chefs de file pour conseiller et gérer le processus de syndication⁸. Il négocie alors un accord de prêt préliminaire qui spécifie les termes du contrat de dette. La banque chef de file est responsable de la négociation des caractéristiques du prêt avec l'emprunteur. Elle agit en temps qu'« agent » du syndicat, en administrant les fonds, calculant les intérêts, et en surveillant les différentes clauses contractuelles⁹. En résumé, le chef de file a un rôle de coordination important au sein du syndicat.

II) Durant la phase de *post-mandat*, la banque chef de file entame le processus de syndication, à savoir l'élaboration du contrat de prêt initial, la préparation d'une documentation pour les participants potentiels et l'invitation de ceux-ci à rejoindre le syndicat. Le chef de file structure le prêt en tranches et détermine les commissions. Ensuite, il sélectionne les participants potentiels sur la base de ses relations passées, de leur expérience de prêt avec des emprunteurs du même secteur ou de la même région géographique, ou de leur expérience passée avec l'emprunteur. Les banques invitées par le chef de file sont généralement des établissements avec lesquelles il a des relations privilégiées¹⁰. L'expérience et la réputation de la banque chef de file joue un rôle prépondérant à ce stade.

Le chef de file et l'emprunteur rédigent collectivement un mémorandum qui informe les participants potentiels sur la qualité de crédit de l'emprunteur et les caractéristiques du prêt. Les banques qui reçoivent ce document signent un accord de confidentialité. Une réunion d'information (*roadshow*) est ensuite organisée par le chef de file et l'emprunteur avec les participants potentiels. Les informations contenues dans

⁸ Le mandat est généralement octroyé à une banque principale de l'emprunteur. Notons que la syndication peut être à mandat unique ou à mandats joints. Dans ce dernier cas, l'emprunteur sollicite la présence de plusieurs banques chef de file, qui se partagent alors le mandat, afin de maximiser la probabilité d'une syndication réussie.

⁹ Ces différentes fonctions peuvent être séparées et confiées à d'autres banques qui jouent alors le rôle d'agents spécialisés : agent administratif (collecte les remboursements), agent de documentation (rédige les contrats de dette et prend en charge les aspects juridiques de la syndication), agent de garantie (gère la garantie du prêt) et agent de syndication (le souscripteur du prêt syndiqué). Voir François et Missonier-Piera (2005) pour une étude empirique des motivations pour déléguer ces tâches spécifiques à des agents spécialisés.

¹⁰ Sufi (2007) montre cependant que les relations banque-emprunteur sont nettement plus importantes que les relations banque chef de file-banques participantes dans le choix des membres du syndicat par le chef de file, en particulier lorsque les problèmes d'asymétrie d'information banque-emprunteur sont importantes.

le mémorandum sont présentées et discutées en détail avec les participants. Les banques invitées peuvent émettre des commentaires et suggestions à ce moment là, afin d'influencer la structure et la tarification du prêt syndiqué¹¹. Elles sont également libres de proposer des engagements sur n'importe quelle tranche¹². Suite à cette réunion, le chef de file invite formellement les participants au syndicat. L'emprunteur peut intervenir à ce stade. Le chef de file souhaite inviter les banques ayant le plus « d'appétit » afin d'être sûr que la souscription du prêt se fasse dans sa totalité¹³.

En règle générale, l'emprunteur et la banque chef de file s'accordent sur le mode de syndication : une stratégie générale en une étape ou une stratégie en deux étapes avec souscription. La première stratégie implique une distribution du prêt à un groupe de banques suffisamment important pour qu'il puisse s'engager à financer la totalité des engagements. Dans le cadre de la seconde stratégie, la banque chef de file et un groupe de banques restreint souscrivent le prêt puis proposent des parts à un groupe de banques plus large. Plus précisément, le syndicat peut être assemblé selon deux manières :

1. Engagement de la société (*firm commitment*) : la banque chef de file s'engage à octroyer la totalité du prêt sur la base des termes prédéfinis puis réunit les autres membres du syndicat afin de réduire son exposition vis-à-vis de l'emprunteur. Celui-ci se voit garantir la totalité de la valeur faciale du prêt. Dans ce cas, le prêt peut être syndiqué après la clôture de la syndication (*closing*). Le prêteur prend le risque de ne pas pouvoir redistribuer le prêt et par conséquent de le conserver en totalité dans son bilan.
2. Meilleur effort (*best effort*) : la taille du prêt est déterminée par les engagements des différentes banques qui participent à la syndication. La totalité de la valeur faciale du prêt n'est plus garantie pour l'emprunteur et celui-ci court le risque de devoir payer un spread et/ou des commissions plus importantes pour inciter davantage de banques à participer à la syndication. Le prêteur s'engage à octroyer une partie du prêt et de

¹¹ En moyenne, 1/3 des banques invitées participent finalement à la syndication.

¹² La taille de l'engagement est déterminée en fonction de la taille de la banque, de sa politique de crédit et des caractéristiques du prêt.

¹³ En effet, la banque leader souhaite éviter la sur-souscription pour ne pas atomiser le prêt, ainsi que la sous-souscription, qui pourrait nuire à sa réputation, en plus de la contraindre à garder une part plus importante du prêt à son bilan.

placer le reste sur le marché de la syndication. Dans ce cas, le prêt doit être syndiqué avant la clôture.

Après la clôture de la syndication, les participants peuvent revendre leurs engagements sur le marché secondaire (voir par exemple Dahiya et al., 2003). Les termes de la syndication ainsi que la banque chef de file ne peuvent être modifiés sans l'accord unanime de ses membres.

III) Enfin, après la signature, le prêt devient opérationnel et les prêteurs et l'emprunteur sont liés par le contrat de prêt.

Lorsque le contrat de dette est signé, les banques seniors perçoivent une commission qualifiée de *praecipium* (*arrangement fee*) pour la mise en place du syndicat. Ils perçoivent également une commission de clôture (*up-front fee*) en compensation du travail fourni pour l'approbation du prêt. Le montant de cette commission s'établit entre 20 et 200 points de base. L'emprunteur verse également une commission d'engagement (*commitment fee* ou *facility fee*) sur tout montant non tirée de la ligne de crédit¹⁴. Cette commission vaut environ 50 points de base par an. Le taux d'intérêt du prêt syndiqué est généralement composé d'un spread défini par rapport à un taux interbancaire, comme le Libor¹⁵. Dès que la ligne est tirée, l'emprunteur paie également une commission d'utilisation (*utilisation fee*) afin de couvrir les coûts de gestion du prêt. Les autres participants peuvent percevoir une commission de participation (*participation fee*) en contrepartie de leur accord pour rejoindre le syndicat et de cofinancer le prêt¹⁶.

2.2 Le marché européen des prêts syndiqués

Les deals récents¹⁷ les plus importants ont été montés pour *E.ON* (38,2 milliards USD) et *Merck* (19,3 milliards USD) sur le marché allemand. Parmi les leaders, on retrouve plusieurs banques européennes, dont deux établissements français : la *BNP*

¹⁴ Cette commission est généralement proportionnelle à l'engagement et rémunère les coûts du capital réglementaire.

¹⁵ Les spreads des prêts ayant une notation non spéculative (notation supérieure à BBB- ou Baa3 selon *Standard & Poor's* ou *Moody's* respectivement) s'établissent entre 50 et 150 points de base.

¹⁶ Il existe également des commissions légales (qui rémunère le conseiller juridique), et de remboursement anticipé. La commission d'agence (*agent fee*) rémunère la banque qui joue le rôle d'agent pour l'ensemble du syndicat. Cette commission s'établit entre 10 et 40 points de base.

¹⁷ 3^e trimestre 2006. Source : *Thomson Financial*.

Paribas au 6^e rang (en terme de volume de prêts syndiqués), avec 90,3 milliards USD soit 3,3 % du marché et 293 syndications (dont 182 dans la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique pour un volume de 65,9 milliards USD) et la *Société Générale* au 15^e rang avec 49,8 milliards USD soit 1,8 % du marché et 149 syndications (dont 133 dans la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique pour un volume de 47,4 milliards USD).

L'évolution du marché de la syndication en Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMOA) a été stimulé avant tout par le financement des fusions et acquisitions, pour un volume de 186 milliards USD au 3^e trimestre 2006, soit une progression de plus de 55 % par rapport à 2005. Le recul le plus important a été enregistré par le refinancement de dettes bancaires, qui est passé de 256,5 milliards USD en 2005 à 125,8 milliards au 3^e trimestre 2006, soit une baisse de plus de 50 %. En 2006, les trois premières banques leaders du marché de la syndication EMOA ont été la *Royal Bank of Scotland* (86,5 milliards USD, 8,5 % du marché, 193 syndications), *Citigroup* (83 milliards USD, 8,2 % du marché, 145 syndications) et la *Deutsche Bank* (77,4 milliards USD, 7,6 % du marché, 81 syndications). Outre la *BNP Paribas* et la *Société Générale* (respectivement en 5^e et 8^e positions, avec 6,5 % et 4,7 % du marché), on retrouve également la *Natexis* en 18^e position, avec 12,4 milliards USD de prêts syndiqués soit 69 transactions, ce qui lui confère 1,2 % du marché EMOA.

Tableau 1 Evolution du volume de prêts syndiqués et du nombre de syndication en France (1990 – 2005)

Années	1990	1995	2000	2005
Volume global	8,302	22,239	155,061	561,698
Nombre de deals	10	57	187	549

Volume en milliards USD. *Source* : calculs de l'auteur et *Dealscan*.

D'après les données du tableau 1, on remarque une progression fulgurante du volume des syndications en France sur la période 1990-2005. En l'espace de 15 ans, ce volume est passé de près de 8 milliards USD à plus de 560 milliards USD. Le nombre de syndications a également connu une augmentation spectaculaire, passant de 10 en 1990 à près de 550 en 2005.

3. Les déterminants de la syndication bancaire

L'objectif de cet article consiste à étudier empiriquement les déterminants de la décision de syndiquer un prêt à un emprunteur français. La variable expliquée, notée *Syndication*, vaut 1 lorsque le prêt est syndiqué, et 0 sinon (essentiellement club deal et prêt bilatéral).

Comme nous l'avons évoqué dans l'introduction, la syndication bancaire apporte des avantages mais également des inconvénients aux prêteurs. Les principaux bénéfices escomptés sont liés à la diversification du portefeuille de prêts, à l'accroissement de la part des commissions dans les revenus et, principalement pour les banques juniors, à la possibilité de financer des prêts malgré un manque de capacité de crédit. En outre, les techniques de syndication offrent également aux banques un moyen de concurrencer les marchés obligataires.

En contrepartie de ces avantages, il existe des coûts liés aux problèmes d'agence à la fois externes et internes. Les premiers, plus « classiques » car similaires à ceux entre une banque et son client, impliquent des problèmes d'aléa moral et d'anti-sélection dans la relation entre le syndicat dans son ensemble et l'emprunteur. Les seconds sont spécifiques à la syndication bancaire. Dans ce contexte, l'anti-sélection émerge du fait que la banque chef de file peut syndiquer des prêts de qualité médiocre. En effet, elle peut disposer d'information privée défavorable sur l'emprunteur, acquise par exemple via une relation passée, qu'elle ne transmet pas aux autres membres du syndicat, et s'engager ainsi dans un comportement opportuniste. Néanmoins, le risque de réputation influence ce type de comportement. Par ailleurs, les participants du syndicat délèguent tout ou partie des actions de contrôle et de surveillance à la banque chef de file, dont l'effort n'est pas observable. Cette situation génère un problème d'aléa moral. Ainsi, les déterminants de la décision de syndication bancaire sont liés à leur influence sur les coûts et les bénéfices de ce mode de financement.

Nous pouvons appuyer notre argumentation de ces déterminants sur les rares travaux théoriques existants qui portent sur les modes de financement externe (bilatéral versus multilatéral) des emprunteurs. Les arguments liés à la diversification sont avancés par Pennachi (1998), qui considère la syndication bancaire comme une méthode efficace de diversification des portefeuilles de prêts ainsi que d'exploitation des avantages des

autres participants en termes de financement. Le choix du mode de financement semble influencé par la taille et la qualité de l'emprunteur, comme en témoigne les résultats théorique de Yosha (1995). Cet auteur démontre que les emprunteurs de taille moyenne et de bonne qualité préfèrent un financement bilatéral plutôt que multilatéral afin d'éviter la dissémination d'information privée au marché et donc indirectement aux concurrents. Par contre, dans un autre cadre théorie, Bolton et Scharfstein (1996) montrent qu'un emprunteur de bonne qualité a intérêt à se financer auprès de plusieurs prêteurs compte tenu de l'influence du nombre de prêteurs sur l'efficacité de la renégociation du contrat en cas de défaut de l'emprunteur. Enfin, d'après les résultats de Pichler et Wilhelm (2001), le problème d'aléa moral en travail d'équipe inhérente à la syndication peut être réduit par une structure organisationnelle adéquate du syndicat, qui oppose la concurrence intra-syndicat pour la position de chef de file et le risque de réputation lié à ce statut .

En nous appuyant sur ces quelques éléments théoriques, ainsi que sur les travaux empiriques existants (en particulier Dennis et Mullineux, 2000 ; Lee et Mullineux, 2004 ; Sufi, 2007), nous testons dans un premier temps l'impact des caractéristiques du prêt sur la décision de syndication. Dans un deuxième temps, on examine également l'influence de la structure de l'industrie bancaire et du développement des marchés des capitaux sur cette décision.

La taille du prêt (*Taille prêt*) est la principale caractéristique du contrat. Elle devrait influencer positivement la décision de syndication compte tenu des motivations en terme de diversification, de respect de la réglementation en vigueur et de revenus des commissions.

La maturité du prêt (*Maturité*) est également prise en compte. Son impact est indéterminé. D'une part, une maturité courte peut entraîner des renégociations fréquentes de la part de l'emprunteur, ce qui accroît les coûts de contrôle du syndicat, en particulier du chef de file, et amplifie le problème d'aléa moral. De ce fait, une maturité courte devrait influencer négativement la probabilité de syndication. D'autre part, les emprunteurs de bonne qualité peuvent se signaler par le biais d'une dette de maturité courte (Flannery, 1986), augmentant ainsi l'attractivité de la syndication.

Nous intégrons également les caractéristiques du prêt visant à protéger les prêteurs en cas de défaut de l'emprunteur.

Une des principales caractéristiques dans ce cadre est la présence de garantie. Cependant, la variable muette renseignant cet élément étant mal renseignée dans notre échantillon (moins de $\frac{1}{4}$ des observations), nous optons pour une variable *proxy* alternative renseignant sur la présence d'au moins un garant (*Garant*). Le rôle de ce dernier, qui est une partie externe à la relation contractuelle entre l'emprunteur et le syndicat, consiste à se porter garant du paiement des intérêts et du principal par l'emprunteur (cautionnement externe). Le prêteur exigera davantage de sûreté de la part d'emprunteurs plus risqués ou ceux nécessitant davantage de contrôle, afin de réduire les problèmes d'agence et minimiser la perte potentielle en cas de défaut. En effet, les études empiriques tendent à démontrer que la présence de garantie est associée aux emprunteurs risqués (voir par exemple Berger et Udell, 1990 ; Jimenez et Saurina, 2004). Dans ce cas, il peut être inefficace de diluer les efforts de contrôle à travers le syndicat. Ainsi, il y aurait une relation négative entre la présence d'un garant et la syndication. Cependant, l'existence d'une sûreté peut également signaler un prêteur de bonne qualité. Les emprunteurs moins risqués sont en effet plus enclin à fournir une garantie pour éviter les problèmes d'anti-sélection. La garantie joue alors un rôle de signal de la qualité de l'emprunteur (Bester, 1985 ; Chan et Kanatas, 1985, Besanko et Thakor, 1987). Dans ce cas, sa présence est positivement liée à la syndication.

L'existence de clauses (variable muette *Clauses* égale à 1 si le contrat de prêt comporte des clauses contractuelles) permet de restreindre les actions de l'emprunteur et de diminuer son pouvoir discrétionnaire. Leur utilisation facilite le contrôle de l'emprunteur et réduit donc les coûts de contrôle pour les prêteurs ainsi que le problème d'aléa moral lié à ce processus au sein du syndicat. Néanmoins, ces clauses peuvent être demandées plus fréquemment à des emprunteurs de faible qualité et seraient donc associées à un risque plus important (voir par exemple Foster et al., 1998). En outre, la vérification du respect des clauses implique un contrôle plus important par le syndicat, auquel cas le problème d'aléa moral est aggravé. En conséquence, le signe du coefficient associé à *Clauses* est indéterminé.

On intègre également l'influence de la disponibilité d'information publique sur la décision de syndiquer un prêt par le biais d'une variable muette égale à 1 si l'emprunteur dispose d'une notation de sa dette senior par l'agence *Standard & Poor's (Notation S&P)*. Les prêts dotés d'une information plus transparente (de type « hard », c'est à dire facile d'accès, de traitement et d'interprétation) sont plus propices à la syndication que les prêts plus opaques (information « soft ») dans la mesure où ils sont moins porteurs de problèmes d'anti-sélection, puisque l'asymétrie d'information entre la banque chef de file et les autres membre du syndicat est réduite dans ce cas. Le signe attendu pour ce coefficient est positif¹⁸.

Outre ces caractéristiques, nous intégrons également d'autres facteurs susceptibles d'influencer la décision de syndication. En effet, les termes d'un contrat de dette sont nettement plus riches, et ne sont pas sans effet sur sa tarification, sa garantie ou sa maturité (Dennis et al., 2000 ; Bharath et al., 2006).

Les caractéristiques en terme de risque peuvent varier selon l'objet et le type du prêt (Ackert et al., 2006)¹⁹. Par exemple, un prêt revolving implique une forte incertitude, les facilités peuvent être renégociées plus fréquemment, tandis que les prêts à terme ont des maturités plus longues. Nous incluons donc les variables muettes *Terme* et *Revolving* dans les régressions, égales à 1 lorsque le prêt est de type à terme et revolving respectivement. Nous intégrons également trois variables muettes pour contrôler le motif du prêt : *Financement entreprise*, *Remboursement dette* et *Financement LBO*, égales à 1 lorsque le prêt concerne un financement d'entreprise, un remboursement de dette et le financement d'un *leverage buy out* respectivement. Le financement d'un désendettement, qui influence le levier et donc le risque financier d'une entreprise, peut être perçu comme peu risqué. Par contre, le financement d'un LBO, qui accroît considérablement le levier d'une entreprise, est fortement risqué. Le succès de l'opération reste fortement tributaire des performances de l'entreprise rachetée.

Enfin, nous contrôlons le taux interbancaire de référence du prêt, qui conditionne la marge perçue par les membres du syndicat. Les variables *Euribor* et *Libor* sont des

¹⁸ Dennis et Mullineux (2000) incluent également une variable muette égale à 1 lorsque le prêt dispose d'une notation non spéculative. Dans notre échantillon, plus de 95 % des prêts disposent de ce genre de notation, c'est pourquoi nous n'intégrons pas ce type de variable dans les régressions.

¹⁹ Les objets et motifs du prêt dont la fréquence dans l'échantillon est inférieure à 5 % ne sont pas pris en compte (comme facilité ou financement de prise de participations par exemple).

variables muettes égales à 1 lorsque le taux de référence est respectivement l'Euribor et le Libor²⁰.

Nous intégrons également dans les régressions des variables de structure bancaire et financière, afin d'étudier l'influence de la concentration et de la structure des coûts du secteur bancaire sur la syndication, ainsi que l'impact du développement des marchés financiers (actions et obligations) sur la décision de syndiquer un prêt.

L'argument de partage des coûts administratifs et de gestion du prêt, qui s'applique principalement aux banques participantes, suggère un signe positif du coefficient de la variable *Coûts* (définie comme la part des coûts opératoires du secteur bancaire dans le total des actifs de ce secteur). Toutefois, des coûts importants peuvent également nuire aux banques dans la perspective d'une syndication, dans la mesure où leur inefficience les écarte de la participation au financement d'un prêt syndiqué, auquel cas l'influence de la variable *Coûts* serait négative.

La variable *Concentration* mesure la concentration du secteur bancaire (définie comme la part des actifs des trois plus grandes banques par rapport aux actifs du secteur bancaire). Un secteur bancaire concentré diminue les opportunités de syndication dans la mesure où le « pool » de participants potentiels est restreint. Les rentes extraites des relations bancaires et des activités de banque d'investissement par exemple peuvent desinciter à syndiquer un prêt. La motivation liée à la diversification des revenus en augmentant la part des commissions est alors moins forte. Une situation d'oligopole permet également aux banques de conserver leurs emprunteurs à moindres coûts en terme d'effort, alors que la syndication implique l'organisation d'un groupe de prêteurs, ainsi que des efforts d'analyse, de contrôle et de surveillance. Enfin, les économies d'échelle liées à la syndication peuvent être moins attractives pour une grande banque qui en bénéficie déjà de part sa propre taille. D'après ces arguments, le signe attendu pour le coefficient de la variable *Concentration* est négatif. Toutefois, une concentration importante peut également générer une concentration excessive des risques dans le portefeuille, ce qui inciterait davantage les banques à syndiquer des prêts.

Les variables *Marché actions* et *Marché obligations* correspondent respectivement à la valeur de la capitalisation boursière et à la valeur des emprunts

²⁰ Les autres taux de référence (par exemple fixe) représentent une part résiduelle des prêts

obligataires (privés et publics) en pourcentage du PIB. Dans le cadre du processus de désintermédiation, la syndication peut fournir un moyen efficace pour concurrencer les marchés d'actions et de la dette obligataire. Les signes attendus pour les coefficients de ces deux variables sont néanmoins indéterminés. D'après les résultats de Allen et Gottesman (2006), il existe une forme de complémentarité entre le financement par le marché et par la syndication avec un transfert d'information important entre les deux marchés. Ainsi, le développement des marchés de capitaux serait bénéfique pour la syndication car synonyme de transparence informationnelle accrue, réduisant ainsi les problèmes d'anti-sélection interne entre la banque chef de file et les autres membres du syndicat. En outre, les décisions d'octroi de prêt entraînent généralement une hausse du cours des actions de l'emprunteur (voir par exemple Preece et Mullineux, 1996). Un marché des actions plus développé peut permettre une réaction plus importante. Cependant, des marchés financiers développés fournissent également une source de financement directe aux emprunteurs et concurrencent la syndication en temps que véhicule financier. Cela est particulièrement le cas pour le marché de la dette obligataire, concurrent direct de la dette syndiquée. Toutefois, la dette bancaire est considérée comme plus facilement renégociable, avec une adaptation plus rapide et précise des termes du contrat, grâce à la supériorité informationnelle des banques. Enfin, il existe des emprunteurs de taille importante qui souhaitent se financer par prêt bancaire, généralement sous une forme syndiquée. Ce type de financement demeure relationnel et permet à l'emprunteur de ne pas disséminer de l'information au marché et donc indirectement aux concurrents (Yosha, 1995).

Finalement, nous contrôlons le secteur d'activité de l'emprunteur et nous incluons des variables muettes par année.

4. Données et méthodologie

Les données sur les prêts syndiqués proviennent de la base *Dealscan* (LPC, Reuters). Il s'agit d'une base de données historiques, contenant des informations détaillées sur la tarification et les caractéristiques d'un grand nombre de prêts dans le monde sur les 20 dernières années. Les données proviennent de plusieurs sources : marchés financiers, banques et analystes. La majorité des prêts concernent les grandes

entreprises cotées. Les informations concernant la structure du secteur bancaire et le développement financier sont extraites de Beck et al. (2000).

La taille de l'échantillon est déterminée en grande partie par la disponibilité de l'information sur les variables utilisées dans les régressions. De plus, on conserve uniquement les prêts syndiqués de montant strictement positif, conclus après 1989 et qui ont le statut de deal complété (correspondant à la phase 3 du processus de syndication). L'échantillon retenu comporte 2 696 prêts syndiqués sur la période 1990-2006²¹.

Les statistiques descriptives des variables continues pour les prêts syndiqués et non syndiqués ainsi que les moyennes des variables continues et discrètes pour les prêts syndiqués et non-syndiqués sont présentés dans les tableaux 2 et 3. La description des variables et leurs coefficients de corrélations figure dans les tableaux A.1 et A.2 en annexes.

Tableau 2 Statistiques descriptives des variables continues pour les prêts syndiqués et non-syndiqués

Variable	Prêts syndiqués				
	N	moy.	e.-t.	min.	max.
Taille prêt	2183	797,5	1 952,70	1,9	27 703,40
Maturité	2183	72,91	32,11	1	360
Coûts	1885	0,0355	0,0027	0,0304	0,0388
Concentration	1885	0,5709	0,0434	0,2267	0,6893
Marché actions	1885	0,7939	0,1805	0,2597	1,1256
Marché obligations	1885	0,9322	0,0792	0,6671	1,0282
	Prêts non syndiqués				
	N	moy.	e.-t.	min.	max.
Taille prêt	513	294	1 034,30	0,6	13 102,50
Maturité	513	47,45	41,8	1	348
Coûts	487	0,0353	0,0028	0,0308	0,0389
Concentration	487	0,5678	0,0283	0,5333	0,6893
Marché actions	487	0,7852	0,1821	0,2597	1,1256
Marché obligations	487	0,9253	0,0681	0,7573	1,0282

N : nombre d'observations, moy. : moyenne, e.-t. : écart-type, min. : minimum, max. : maximum. La taille du prêt est en millions USD. La maturité est en mois. Les autres variables sont en pourcentages. Le descriptif des variables est fourni dans le tableau A.1 en annexes. *Source* : Dealscan et Beck et al. (2000).

²¹ Compte tenu de la disponibilité des données, la taille de l'échantillon est réduite à 2 372 en intégrant les variables de structure bancaire et financière.

Tableau 3 Statistiques descriptives (moyennes) des variables discrètes et continues pour les prêts syndiqués et non syndiqués

Variable	Taille de l'échantillon	Echantillon	Prêts syndiqués	Prêts non syndiqués
Statistiques descriptives (moyennes) des variables discrètes				
Syndication	2 696	0,8097	1	0
Notation S&P	2 696	0,0579	0,0650	0,0273
Garants	2 696	0,0857	0,0825	0,0994
Clauses	2 696	0,1257	0,1214	0,1442
Terme	2 696	0,3843	0,4622	0,0526
Revolving	2 696	0,2871	0,3248	0,1267
Financement entreprise	2 696	0,2277	0,1306	0,6413
Remboursement dette	2 696	0,1595	0,1768	0,0858
Financement LBO	2 696	0,3082	0,3775	0,0136
Euribor	2 696	0,0694	0,0779	0,0331
Libor	2 696	0,2912	0,3129	0,1988
Statistiques descriptives (moyennes) des variables continues				
Taille prêt	2 696	701,7	797,5	294,0
Maturité	2 696	68,07	72,93	47,45
Coûts	2 372	0,0354	0,0355	0,0353
Concentration	2 372	0,5702	0,5709	0,5678
Marché actions	2 372	0,7921	0,7939	0,7855
Marché obligations	2 372	0,9308	0,9322	0,9253

La taille du prêt est en millions USD. La maturité est en mois. Le descriptif des variables est fourni dans le tableau A.1 en annexes. *Source* : Dealscan et Beck et al. (2000).

Près de 81 % des prêts dans l'échantillon sont syndiqués. La taille moyenne des prêts est de 701,7 millions USD. Elle est nettement plus importante pour les prêts syndiqués que pour les prêts non syndiqués. La maturité moyenne est de 68 mois, et elle est également plus importante pour les prêts syndiqués. Près de 8 % des prêts syndiqués ont au moins un garant contre près de 10 % pour les prêts non syndiqués. Plus de 14 % de ces derniers comportent des clauses contractuelles contre 12 % pour les prêts syndiqués. Ceux-ci sont nettement plus souvent des prêts à terme ou revolving comparé aux prêts non syndiqués. Le financement de LBO correspond à l'objectif majeure des prêts syndiqués (37,75 %), suivi du remboursement de dettes (17,68 %), alors que les prêts plus « traditionnels » comme le financement d'entreprise (64,13 %) sont moins souvent syndiqués. Enfin, les emprunteurs bénéficiant de prêts syndiqués sont plus souvent notés (6,50 %).

Par ailleurs, les secteurs d'activités les plus représentés sont le secteur industriel (33,50 %), suivi des finances (21,63 %), du secteur des services (14,93 %) et des transports, télécoms et énergie (9,98 %).

Enfin, en suivant Dennis et Mullineux (2000), on adopte une spécification économétrique de type logit²² :

$$p(\text{Syndication} = 1) = \frac{e^Y}{1 + e^Y},$$

avec $Y = \alpha + x_i' \beta + \varepsilon_i$. x_i' est un vecteur des différents déterminants de la syndication bancaire présentés et discutés à la section 3. Les résidus ε_i ont une distribution logistique.

5. Résultats

L'objectif de notre article consiste à étudier empiriquement l'influence des caractéristiques du contrat de prêt et la structure bancaire et financière sur la décision de syndiquer un prêt bancaire. A cet effet, nous estimons les 3 spécifications logit suivantes :

$$p(\text{Syndication} = 1) = f(\text{Constante, Caractéristiques du contrat de dette, Variables muettes sectorielles et années}) \quad (1)$$

$$p(\text{Syndication} = 1) = f(\text{Constante, Caractéristiques du contrat de dette, Structure bancaire, Variables muettes sectorielles et années}) \quad (2)$$

$$p(\text{Syndication} = 1) = f(\text{Constante, Caractéristiques du contrat de dette, Structure financière, Variables muettes sectorielles et années}) \quad (3)$$

L'influence des caractéristiques du contrat de prêt sur la décision de syndication est modélisée par la spécification (1), qui prolonge l'étude de Dennis et Mullineux (2000) en prenant en compte la quasi-totalité des caractéristiques du contrat. Ensuite, afin de distinguer l'impact des facteurs externes liés aux structures bancaire et financière en plus des caractéristiques du contrat de prêt, on procède à l'estimation des spécifications (2) et (3). Les résultats des estimations sont présentés dans le tableau 4.

Les statistiques des trois estimations sont bonnes, comme en témoignent les ratios de vraisemblance et les statistiques de Hosmer et Lemeshow, toutes significatives au seuil de 1 %, ainsi que les valeurs du Pseudo R², supérieures à 55 % dans les trois cas. Les pourcentages des prédictions concordantes sont très satisfaisants, tous supérieures à 85 %.

²² Les statistiques des critères d'Akaike et de Schwartz confirment ce choix méthodologique par rapport à une spécification de type probit.

La taille du prêt (exprimée en logarithme) a une influence significative et positive sur la probabilité de syndication bancaire dans les 3 estimations. Ce résultat est conforme à ceux obtenus par Dennis et Mullineux (2000) et valide l'argument reposant sur l'avantage en terme de diversification du risque de la syndication. Par ailleurs, d'après les valeurs des effets marginaux pour cette variable, une hausse de 1 % du logarithme de la taille du prêt accroît de près de 2 % en moyenne la probabilité de syndiquer un prêt.

Tableau 4 Résultats des régressions logit

Variables	Spécifications					
	(1)		(2)		(3)	
	Coefficient	Effet marginal	Coefficient	Effet marginal	Coefficient	Effet marginal
Constante	-8,2436*** (1,11)	-	-6,4320*** (2,06)	-	-5,8933*** (1,98)	-
Log(Taille Prêt)	0,4122*** (0,05)	0,0183	0,4334*** (0,05)	0,0218	0,4362*** (0,05)	0,0219
Maturité	0,0015 (0,01)	-	0,0013 (0,01)	-	0,0013 (0,01)	-
Notation S&P	0,1891 (0,36)	-	0,1927 (0,36)	-	0,1974 (0,36)	-
Garants	0,1908 (0,29)	-	0,3734 (0,3)	-	0,3642 (0,3)	-
Clauses	-0,3309 (0,26)	-	-0,3495 (0,26)	-	-0,3489 (0,26)	-
Terme	2,8687*** (0,25)	0,1202	2,9446*** (0,26)	0,1332	2,9569*** (0,26)	0,1335
Revolving	1,7283*** (0,2)	0,0602	1,7674*** (0,21)	0,0707	1,7849*** (0,21)	0,0712
Financement entreprise	-1,0771*** (0,2)	-0,0641	-1,0283*** (0,21)	-0,0669	-1,0388*** (0,21)	-0,0677
Remboursement dette	-0,5031** (0,25)	-0,0263	-0,5697** (0,26)	-0,0342	-0,5691** (0,26)	-0,0341
Financement LBO	2,5051*** (0,42)	0,0875	2,7717*** (0,49)	0,0999	2,7766*** (0,49)	0,0999
Euribor	0,5732** (0,34)	0,0205	0,4456 (0,35)	-	0,4552 (0,35)	-
Libor	0,6010*** (0,19)	0,0241	0,6411*** (0,2)	0,0290	0,6399*** (0,2)	0,0289
Coûts	-	-	-129,5 (106,1)	-	-	-
Concentration	-	-	3,8823 (7,06)	-	-	-
Marché actions	-	-	-	-	-0,0431 (0,98)	-
Marché obligations	-	-	-	-	-3,1236* (1,63)	-0,1569
N	2 696		2372		2372	
LV	-575,56		-531,97		-531,48	
RV	1472,81***		1344,50***		1345,47***	

Stat. H&L	43,58***	48,38***	72,76***
Pseudo R ²	0,5601	0,5568	0,5572
% concordant	86,1	86	86

Variable expliquée *Syndication*, égale à 1 si le prêt est syndiqué, 0 sinon. Le descriptif des variables est fourni dans le tableau A.1 en annexes. Variables muettes années et secteurs d'activité inclus. Erreurs types robustes entre parenthèses. *, ** et *** correspondent à des coefficients statistiquement significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 % respectivement. Effets marginaux (pour les variables significatives seulement) calculés au point moyen pour les variables continues et pour un passage de 0 à 1 pour les variables discrètes. N : nombre d'observations, LV : log-vraisemblance, RV : ratio de vraisemblance, Stat. H&L : statistique de Hosmer et Lemeshow, % concordant : pourcentages de prédictions concordantes.

La maturité, la disponibilité d'information publique via une notation d'agence, la présence de garants et de clauses contractuelles n'ont pas d'impact significatif sur la décision de syndication. La production d'information par le syndicat, en particulier de la banque chef de file, pourrait expliquer ce résultat. Dans ce cas, l'existence d'une information publique a peu d'impact sur la syndication, puisque le chef de file produit de l'information privée interne (de type « soft »), plus déterminante pour la prise de risque. La non significativité de la variable *Garants* est conforme au résultat obtenu par Dennis et Mullineux (2000)²³, et indique que la présence de garantie n'a pas d'effet sur la décision de syndiquer un prêt bancaire. La maturité du prêt ainsi que l'existence de clauses ne constituent pas des déterminants significatifs de la syndication.

Par contre, le type de prêt a une influence significativement positive sur cette décision, et ce quelle que soit le type (*Terme* et *Revolving* dans notre cas). L'effet marginal du type à terme l'emporte, avec des valeurs comprises entre 12 % et 14 %. Par ailleurs, l'objectif du financement exerce également un impact significatif sur la probabilité de syndication. Un motif plus « traditionnel » comme le financement d'entreprise est négativement associée à la syndication alors que le remboursement de dettes et le financement de LBO sont positivement liés à la décision de syndiquer un prêt. Un financement d'entreprise semble être davantage alimenté par des prêts non syndiqués (club deal, financement bilatéral, etc.) ce qui expliquerait un coefficient négatif. En effet, dans ce contexte une relation bilatérale de type financement bancaire classique permet un meilleur transfert d'information et donc de contrôle, plutôt que la duplication des efforts et des coûts de contrôle à travers tous les membres du syndicat. Par contre, un motif

²³ Ces auteurs utilisent une variable muette égale à 1 si le prêt est assorti d'une garantie. Nous obtenons des résultats similaires en effectuant nos estimations incorporant ce type de variable (sur un échantillon réduit). Les autres coefficients restent majoritairement inchangés.

relativement risqué comme le LBO a une influence positive sur la syndication. Ce résultat peut s'expliquer par l'attractivité du motif, dans la mesure où un LBO fait intervenir le prêteur dans le financement du haut de bilan et lui confère un rôle d'accompagnement et de conseil, ce qui lui permet d'exercer un meilleur contrôle de l'emprunteur. De plus, le LBO étant une opération qui entraîne généralement un levier plus important et donc un accroissement du risque, la syndication fonctionne comme un instrument de diversification / de transfert du risque attractif. D'après l'effet marginal de cette variable (le plus important parmi les 3 motifs de prêt), le passage de 0 à 1 pour cette variable muette entraînerait une augmentation de la probabilité de syndication comprise entre 9 % et 10 %. L'interprétation du coefficient négatif du refinancement de dettes est plus nuancée. En s'appuyant sur un raisonnement basé sur la diversification du risque, plus important pour ce genre d'objectif que pour le financement d'entreprise, la syndication présente un avantage. Cependant, ce motif ne confère pas autant d'avantages au prêteur que dans le cas d'un LBO, et peut donc exacerber les problèmes d'agences au sein du syndicat, réduisant ainsi son attractivité.

Enfin, on observe également que le taux de référence exerce un impact significatif sur la syndication, en particulier le taux Libor (le plus représenté dans l'échantillon, en particulier pour les prêts syndiqués), qui procure en moyenne un spread plus important aux prêteurs que l'Euribor (respectivement 189,44 bps et 168,84 bps dans notre cas), ce qui accroît donc l'attractivité de la syndication lorsque le premier taux de référence est utilisé.

En ce qui concerne l'influence de la structure bancaire sur la décision de syndiquer un prêt bancaire, on observe des coefficients non significatifs pour les deux variables *Coûts* et *Concentration*. Ce résultat suggère que l'efficience-coût des banques et leur pouvoir de marché n'ont pas d'impact sur l'attractivité de la syndication bancaire en France.

L'influence du développement du marché des actions n'a également pas d'influence significative sur la décision de syndiquer un prêt bancaire, contrairement au développement du marché obligataire, avec un coefficient négatif et significatif. Ce marché est le concurrent direct du marché de la syndication et requiert également davantage de dissémination d'information que dans le cadre d'un financement syndiqué.

Les arguments liés à l'influence informationnelle du développement des marchés de capitaux sur les problèmes d'anti-sélection ne sont donc pas validés par les résultats empiriques. En conséquence, des marchés de capitaux plus développés réduisent le potentiel de syndication bancaire dans la mesure où les emprunteurs disposent davantage de moyens de financement alternatifs.

6. Conclusion

Le développement du marché des prêts syndiqués a connu une progression spectaculaire dans les années 90 grâce à l'innovation financière, en particulier le développement des techniques d'évaluation et de tarification des produits financiers et grâce à l'intégration des marchés des capitaux. Ils représentent un véhicule de financement externe important pour les emprunteurs, qui peuvent bénéficier dans le cadre d'un prêt syndiqué davantage de discrétion, de flexibilité et de rapidité par rapport à un financement bancaire classique ou par dette obligataire, et ce à un coût moins élevé. Ces prêts apportent également des avantages aux prêteurs, en particulier un instrument de transfert et de diversification du risque et un accroissement de la part des revenus des commissions. Cependant, de par sa nature, la syndication bancaire entraîne des coûts d'agence spécifiques : problèmes d'aléa moral au niveau de l'effort de contrôle de l'emprunteur par les membres du syndicat et problèmes d'anti-sélection lorsque la banque chef de file dispose d'information privée non divulguée aux autres participants et adopte un comportement opportuniste.

Dans cet article, nous avons étudié empiriquement l'influence des caractéristiques du prêt et de la structure bancaire et financière sur la décision de syndication sur le marché français pour la période 1990-2006. Les résultats des régressions logistiques valident certaines des conclusions de Dennis et Mullineux (2000) et apportent des éclaircissements supplémentaires sur les déterminants de la décision de syndiquer un prêt bancaire en France. La taille, le type, le motif du prêt et le taux de référence exercent une influence significative sur cette décision. Par contre, la maturité, la présence de garant, l'existence de clauses contractuelles et de notation d'agence n'influencent pas de manière significative la syndication bancaire. Celle-ci n'est également pas affectée par la structure du secteur bancaire, mais plutôt par le développement du marché obligataire, qui demeure

son concurrent direct. En somme, la décision de syndiquer un prêt bancaire en France semble être principalement motivée par les avantages en terme de diversification et/ou de transfert du risque, par le financement d'objectif spécifique, tel le LBO, et par les revenus spread.

Ce travail comporte certaines limites qui offrent de nombreuses perspectives de recherches. Outre l'influence des facteurs liés à la structure bancaire et financière, des déterminants liés à la réglementation bancaire et la qualité des institutions jouent également un rôle dans la décision de syndication (voir par exemple Esty et Megginson, 2003, pour une analyse de ces déterminants sur la décision de syndiquer un prêt de type *project finance*). Pour mener ce genre d'investigation, il est nécessaire d'élargir le champ géographique de l'étude en intégrant davantage de pays puisque la majorité des données disponibles sur les facteurs réglementaires et institutionnels sont fournis par pays. Par ailleurs, la décision de syndication est également influencée par les caractéristiques de l'emprunteur, mais également du prêteur (voir par exemple Altunbas et al., 2005). Des données comptables sur les deux parties du contrat de prêt syndiqué sont donc à intégrer à l'avenir dans les régressions effectuées. Enfin, outre la décision, il est également important d'étudier la structure des syndicats (dans le prolongement des travaux de Sufi, 2007 et Lee et Mullineux, 2004, portant exclusivement sur le marché américain), afin de comprendre les facteurs qui l'influencent, mais également de déterminer les motivations qui poussent les prêteurs à s'associer dans le cadre d'un syndicat, et fournir ainsi des éléments de réponses empiriques qui complèteraient les apports théoriques existants (voir par exemple Pichler et Wilhelm, 2001, Schure et al., 2005 et Tvykova, 2007).

Références

- Ackert L.F., Huang R. et Ramirez G.G. (2006), Information opacity, credit risk, and the design of loan contracts for private firms, Coles College of Business, Kennesaw State University, *Working Paper*.
- Allen L. et Gottesman A.A. (2006), The informational efficiency of the equity market as compared to the syndicated bank loan market, *Journal of Financial Services Research* 30, 5-42.
- Altunbas Y. et Gadanez B. (2004), Developing country economic structure and the pricing of syndicated credits, *Journal of Development Studies* 40, 143-173.
- Altunbas Y., Gadanez B. et Kara A. (2005), Key factors affecting internationally active banks' decisions to participate in loan syndications, *Applied Economic Letters* 12, 249-253.
- Beck T., Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2000), A new database on financial development and structure, *World Bank Economic Review* 14, 597-605, (revised 2006).
- Berger A. et Udell G. (1990), Collateral, loan quality, and bank risk, *Journal of Monetary Economics* 25, 21-42.
- Besanko D. et Thakor A. (1987), Collateral and rationing: Sorting equilibrium in monopolistic and competitive credit markets, *International Economic Review* 28, 671-689.
- Bester H. (1985), Screening vs. rationing in credit markets with imperfect information, *American Economic Review* 25, 21-42.
- Bharath S., Dahiya S., Saunders A. et Srinivasan A. (2006), Lending relationships and loan contract terms: Does size matter?, *Working Paper*.
- Bolton P. et Scharfstein D.S. (1996), Optimal debt structure and the number of creditors, *Journal of Political Economy* 104, 1-25.
- Bosch O. et Steffen S. (2006), Informed lending and the structure of loan syndicates – Evidence from the European syndicated loan market, Goethe University Frankfurt, *Working Paper*.
- Chan Y.-S. et Kanatas G. (1985), Asymmetric valuation and the role of collateral in loan agreements, *Journal of Money, Credit and Banking* 17, 85-95.

- Dahiya S., Puri M. et Saunders A. (2003), Bank borrowers and loan sales : New evidence on the uniqueness of bank loans, *Journal of Business* 76, 563-582.
- Dennis S., Bebarshi N. et Sharpe I. (2000), Determinants of contract terms in bank revolving lines of credit, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 87-109.
- Dennis S.A. et Mullineux D.J. (2000), Syndicated loans, *Journal of Financial Intermediation* 9, 404-426.
- Esty B.C. (2001), Structuring loan syndicates : A Case study of the Hong Kong Disneyland project loan, *Journal of Applied Corporate Finance* 14, 80-95.
- Esty B.C. et Megginson W.L. (2003), Creditor rights, enforcement, and debt ownership structure : Evidence from the global syndicated loan market, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 38, 37-59.
- Flannery M. (1986), Asymmetric information and risky debt maturity choice, *Journal of Finance* 41, 19-37.
- Foster B.P., Ward T.J. et Woodroof J. (1998), An analysis of the usefulness of debt defaults and going concern opinions in bankruptcy risk assessment, *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 13, 351-371.
- Gasbarro D., Le K.-S., Schwebach R.G. et Zumwalt J.K. (2004), Syndicated loan announcements and borrower value, *The Journal of Financial Research* 27, 133-141.
- Godlewski C.J. (2007), The structure of bank loan syndicates in emerging markets, *Working Paper*, LaRGE, Université de Strasbourg.
- Godlewski C.J. et Weill L. (2007), Syndicated loans in emerging markets, *Working Paper*, LaRGE, Université de Strasbourg.
- Jimenez G. et Saurina J. (2004), Collateral, type of lender and relationship banking as determinants of credit risk, *Journal of Banking and Finance* 28, 2191-2212.
- Lee S.W. et Mullineux D.J. (2004), Monitoring, financial distress, and the structure of commercial lending syndicates, *Financial Management* 33, 107-130.
- Pennachi G. (1998), Loan sales and the cost of bank capital, *Journal of Finance* 43, 375-396.

- Pichler P. et Wilhelm W. (2001), A theory of the syndicate: Form follows function, *Journal of Finance* 56, 2237-2264.
- Preece D. et Mullineux D. (1996), Monitoring, loan renegotiability, and firm value : The role of lending syndicates, *Journal of Banking and Finance* 20, 577-593.
- Qian J. et Strahan P.E., (2007), How laws and institutions shape financial contracts: The case of bank loans, *Journal of Finance*, à paraître.
- Simons K. (1993), Why do banks syndicate loans ?, Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, 45-52.
- Schure P., Scoones D. et Gu Q. (2005), A theory of loan syndication, *Finance Research Letters* 2, 165-172.
- Sufi A. (2007), Information asymmetry and financing arrangements: Evidence from syndicated loans, *Journal of Finance* 62, 629-668.
- Tvykova T (2007), Who chooses whom ? Syndications, skills and reputation, *Review of Financial Economics* 16, 5-28.
- Yosha O. (1995), Information disclosure costs and the choice of financing source, *Journal of Financial Intermediation* 4, 3-20.

Annexes

Tableau A.1. Descriptif et source des variables utilisées dans les régressions

Variable	Description	Signe attendu	Source
Caractéristiques du prêt			
Syndication	= 1 si le prêt est syndiqué		Dealscan
Taille prêt	Taille du prêt en milliers de USD	+	Dealscan
Maturité	Maturité du prêt en mois	+/-	Dealscan
Notation S&P	= 1 s'il existe une notation de la dette senior de l'emprunteur par l'agence <i>Standard & Poor's</i>	+	Dealscan
Garants	= 1 s'il y a au moins un garant	+/-	Dealscan
Clauses	= 1 si le prêt comporte des clauses contractuelles	+/-	Dealscan
Variables de contrôle			
Terme	= 1 si le prêt est un prêt à terme		Dealscan
Revolving	= 1 si le prêt est un prêt revolving		Dealscan
Financement entreprise	= 1 si l'objet du prêt est un financement d'entreprise		Dealscan
Remboursement dette	= 1 si l'objet du prêt est un remboursement de dette		Dealscan
Financement LBO	= 1 si l'objet du prêt est un financement de LBO		Dealscan
Euribor	= 1 si le taux de référence du prêt est l'Euribor		Dealscan
Libor	= 1 si le taux de référence du prêt est le Libor		Dealscan
Caractéristiques bancaire et financière			
Coûts	Ratio des coûts opérationnels des banques / total des actifs bancaires	+/-	Beck et al. (2000)
Concentration	Part des actifs des trios plus grandes banques dans le total des actifs bancaires	+/-	Beck et al. (2000)
Marché actions	Valeur des actions / PIB	+/-	Beck et al. (2000)
Marché obligations	Valeur des obligations domestiques / PIB	+/-	Beck et al. (2000)

Tableau A.2. Coefficients de corrélation entre les variables explicatives utilisées dans les régressions

	Taille prêt	Maturité	Notation S&P	Garants	Clauses	Terme	Revolving	Financement entreprise	Remboursement dette	Financement LBO	Euribor	Libor	Coûts	Concentration	Marché actions	Marché obligations
Taille prêt	1															
Maturité	-0,1272***	1														
Notation S&P	0,0136	0,0248	1													
Garants	-0,0436**	0,0118	-0,0475**	1												
Clauses	0,1225***	-0,0268	0,0258	-0,0042	1											
Terme	-0,0285	0,3080***	0,02304	0,0333*	-0,0305	1										
Revolving	0,1133***	-0,0423**	0,0394**	-0,0625***	0,0116	-0,5013***	1									
Financement entreprise	-0,0890***	-0,2047***	0,0056	0,0297	0,0208	-0,3017***	0,0386**	1								
Remboursement dette	0,1043***	-0,1117***	0,0309	-0,0573***	0,0151	-0,0817***	0,2722***	-0,2367***	1							
Financement LBO	-0,1248***	0,3739***	-0,0175	0,0080	-0,0157	0,2538***	-0,1289***	-0,3625***	-0,2908***	1						
Euribor	0,0248	0,0230	0,0699***	-0,0523***	0,0550***	0,0034	0,0397**	-0,0508***	0,0485**	-0,0084	1					
Libor	-0,0018	0,0344*	0,1419***	0,0284	-0,0116	0,0476*	0,0174	-0,0463**	0,0285	0,0531***	-0,1750***	1				
Coûts	0,0492**	0,0653***	0,0136	0,0238	0,0156	0,1125***	-0,0591***	-0,1195***	0,0597***	0,0698***	-0,0110	0,0300	1			
Concentration	0,0434**	0,0727***	0,0397*	0,0000	-0,0281	0,0921***	0,0129	-0,0433**	0,0620***	0,0647***	0,0120	0,0428**	0,5663***	1		
Marché actions	0,0243	-0,0663***	-0,0266	0,0527**	0,0508**	0,0254	-0,1079***	-0,2731***	0,0073	0,0671***	-0,0281	0,0117	0,4461***	0,1776***	1	
Marché obligations	0,0749***	0,0953***	0,0323	0,0004	0,0387	0,1537***	-0,0380*	-0,0784***	0,1034***	0,1415***	-0,0067	0,0395*	0,7099***	0,6054***	0,1229***	1

PAPIERS

Laboratoire de Recherche en Gestion & Economie **(LARGE)**

- D.R. n° 1 "Bertrand Oligopoly with decreasing returns to scale",
J. Thépot, décembre 1993
- D.R. n° 2 "Sur quelques méthodes d'estimation directe de la structure par terme
des taux d'intérêt", P. Roger - N. Rossiensky, janvier 1994
- D.R. n° 3 "Towards a Monopoly Theory in a Managerial Perspective",
J. Thépot, mai 1993
- D.R. n° 4 "Bounded Rationality in Microeconomics", J. Thépot, mai 1993
- D.R. n° 5 "Apprentissage Théorique et Expérience Professionnelle",
J. Thépot, décembre 1993
- D.R. n° 6 "Strategic Consumers in a Durable-Goods Monopoly",
J. Thépot, avril 1994
- D.R. n° 7 "Vendre ou louer ; un apport de la théorie des jeux", J. Thépot, avril 1994
- D.R. n° 8 "Default Risk Insurance and Incomplete Markets",
Ph. Artzner - FF. Delbaen, juin 1994
- D.R. n° 9 "Les actions à réinvestissement optionnel du dividende",
C. Marie-Jeanne - P. Roger, janvier 1995
- D.R. n° 10 "Forme optimale des contrats d'assurance en présence de coûts
administratifs pour l'assureur", S. Spaeter, février 1995
- D.R. n° 11 "Une procédure de codage numérique des articles",
J. Jeunet, février 1995
- D.R. n° 12 Stabilité d'un diagnostic concurrentiel fondé sur une approche
markovienne du comportement de rachat du consommateur",
N. Schall, octobre 1995
- D.R. n° 13 "A direct proof of the coase conjecture", J. Thépot, octobre 1995
- D.R. n° 14 "Invitation à la stratégie", J. Thépot, décembre 1995
- D.R. n° 15 "Charity and economic efficiency", J. Thépot, mai 1996

- D.R. n° 16 "Princing anomalies in financial markets and non linear pricing rules", P. Roger, mars 1996
- D.R. n° 17 "Non linéarité des coûts de l'assureur, comportement de prudence de l'assuré et contrats optimaux", S. Spaeter, avril 1996
- D.R. n° 18 "La valeur ajoutée d'un partage de risque et l'optimum de Pareto : une note", L. Eeckhoudt - P. Roger, juin 1996
- D.R. n° 19 "Evaluation of Lot-Sizing Techniques : A robustness and Cost Effectiveness Analysis", J. Jeunet, mars 1996
- D.R. n° 20 "Entry accommodation with idle capacity", J. Thépot, septembre 1996
- D.R. n° 21 "Différences culturelles et satisfaction des vendeurs : Une comparaison internationale", E. Vauquois-Mathevet - J.Cl. Usunier, novembre 1996
- D.R. n° 22 "Evaluation des obligations convertibles et options d'échange", A. Schmitt - F. Home, décembre 1996
- D.R. n° 23 "Réduction d'un programme d'optimisation globale des coûts et diminution du temps de calcul, J. Jeunet, décembre 1996
- D.R. n° 24 "Incertitude, vérifiabilité et observabilité : Une relecture de la théorie de l'agence", J. Thépot, janvier 1997
- D.R. n° 25 "Financement par augmentation de capital avec asymétrie d'information : l'apport du paiement du dividende en actions", C. Marie-Jeanne, février 1997
- D.R. n° 26 "Paiement du dividende en actions et théorie du signal", C. Marie-Jeanne, février 1997
- D.R. n° 27 "Risk aversion and the bid-ask spread", L. Eeckhoudt - P. Roger, avril 1997
- D.R. n° 28 "De l'utilité de la contrainte d'assurance dans les modèles à un risque et à deux risques", S. Spaeter, septembre 1997
- D.R. n° 29 "Robustness and cost-effectiveness of lot-sizing techniques under revised demand forecasts", J. Jeunet, juillet 1997
- D.R. n° 30 "Efficience du marché et comparaison de produits à l'aide des méthodes d'enveloppe (Data envelopment analysis)", S. Chabi, septembre 1997
- D.R. n° 31 "Qualités de la main-d'œuvre et subventions à l'emploi : Approche microéconomique", J. Calaza - P. Roger, février 1998
- D.R. n° 32 "Probabilité de défaut et spread de taux : Etude empirique du marché français", M. Merli - P. Roger, février 1998
- D.R. n° 33 "Confiance et Performance : La thèse de Fukuyama",

J.Cl. Usunier - P. Roger, avril 1998

- D.R. n° 34 "Measuring the performance of lot-sizing techniques in uncertain environments", J. Jeunet - N. Jonard, janvier 1998
- D.R. n° 35 "Mobilité et décision de consommation : premiers résultats dans un cadre monopolistique", Ph. Lapp, octobre 1998
- D.R. n° 36 "Impact du paiement du dividende en actions sur le transfert de richesse et la dilution du bénéfice par action", C. Marie-Jeanne, octobre 1998
- D.R. n° 37 "Maximum resale-price-maintenance as Nash condition", J. Thépot, novembre 1998
- D.R. n° 38 "Properties of bid and ask prices in the rank dependent expected utility model", P. Roger, décembre 1998
- D.R. n° 39 "Sur la structure par termes des spreads de défaut des obligations », Maxime Merli / Patrick Roger, septembre 1998
- D.R. n° 40 "Le risque de défaut des obligations : un modèle de défaut temporaire de l'émetteur", Maxime Merli, octobre 1998
- D.R. n° 41 "The Economics of Doping in Sports", Nicolas Eber / Jacques Thépot, février 1999
- D.R. n° 42 "Solving large unconstrained multilevel lot-sizing problems using a hybrid genetic algorithm", Jully Jeunet, mars 1999
- D.R. n° 43 "Niveau général des taux et spreads de rendement", Maxime Merli, mars 1999
- D.R. n° 44 "Doping in Sport and Competition Design", Nicolas Eber / Jacques Thépot, septembre 1999
- D.R. n° 45 "Interactions dans les canaux de distribution", Jacques Thépot, novembre 1999
- D.R. n° 46 "What sort of balanced scorecard for hospital", Thierry Nobre, novembre 1999
- D.R. n° 47 "Le contrôle de gestion dans les PME", Thierry Nobre, mars 2000
- D.R. n° 48 "Stock timing using genetic algorithms", Jerzy Korczak – Patrick Roger, avril 2000
- D.R. n° 49 "On the long run risk in stocks : A west-side story", Patrick Roger, mai 2000
- D.R. n° 50 "Estimation des coûts de transaction sur un marché gouverné par les ordres : Le cas des composantes du CAC40", Laurent Deville, avril 2001
- D.R. n° 51 "Sur une mesure d'efficacité relative dans la théorie du portefeuille de Markowitz", Patrick Roger / Maxime Merli, septembre 2001

- D.R. n° 52 "Impact de l'introduction du tracker Master Share CAC 40 sur la relation de parité call-put", Laurent Deville, mars 2002
- D.R. n° 53 "Market-making, inventories and martingale pricing", Patrick Roger / Christian At / Laurent Flochel, mai 2002
- D.R. n° 54 "Tarification au coût complet en concurrence imparfaite", Jean-Luc Netzer / Jacques Thépot, juillet 2002
- D.R. n° 55 "Is time-diversification efficient for a loss averse investor ?", Patrick Roger, janvier 2003
- D.R. n° 56 "Dégradations de notations du leader et effets de contagion", Maxime Merli / Alain Schatt, avril 2003
- D.R. n° 57 "Subjective evaluation, ambiguity and relational contracts", Brigitte Godbillon, juillet 2003
- D.R. n° 58 "A View of the European Union as an Evolving Country Portfolio", Pierre-Guillaume Méon / Laurent Weill, juillet 2003
- D.R. n° 59 "Can Mergers in Europe Help Banks Hedge Against Macroeconomic Risk ?", Pierre-Guillaume Méon / Laurent Weill, septembre 2003
- D.R. n° 60 "Monetary policy in the presence of asymmetric wage indexation", Giuseppe Diana / Pierre-Guillaume Méon, juillet 2003
- D.R. n° 61 "Concurrence bancaire et taille des conventions de services", Corentine Le Roy, novembre 2003
- D.R. n° 62 "Le petit monde du CAC 40", Sylvie Chabi / Jérôme Maati
- D.R. n° 63 "Are Athletes Different ? An Experimental Study Based on the Ultimatum Game", Nicolas Eber / Marc Willinger
- D.R. n° 64 "Le rôle de l'environnement réglementaire, légal et institutionnel dans la défaillance des banques : Le cas des pays émergents", Christophe Godlewski, janvier 2004
- D.R. n° 65 "Etude de la cohérence des ratings de banques avec la probabilité de défaillance bancaire dans les pays émergents", Christophe Godlewski, Mars 2004
- D.R. n° 66 "Le comportement des étudiants sur le marché du téléphone mobile : Inertie, captivité ou fidélité ?", Corentine Le Roy, Mai 2004
- D.R. n° 67 "Insurance and Financial Hedging of Oil Pollution Risks", André Schmitt / Sandrine Spaeter, September, 2004
- D.R. n° 68 "On the Backwardness in Macroeconomic Performance of European Socialist Economies", Laurent Weill, September, 2004
- D.R. n° 69 "Majority voting with stochastic preferences : The whims of a committee are smaller than the whims of its members", Pierre-Guillaume Méon, September, 2004

- D.R. n° 70 “Modélisation de la prévision de défaillance de la banque : Une application aux banques des pays émergents”, Christophe J. Godlewski, octobre 2004
- D.R. n° 71 “Can bankruptcy law discriminate between heterogeneous firms when information is incomplete ? The case of legal sanctions”, Régis Blazy, octobre 2004
- D.R. n° 72 “La performance économique et financière des jeunes entreprises”, Régis Blazy/Bertrand Chopard, octobre 2004
- D.R. n° 73 “*Ex Post* Efficiency of bankruptcy procedures : A general normative framework”, Régis Blazy / Bertrand Chopard, novembre 2004
- D.R. n° 74 “Full cost pricing and organizational structure”, Jacques Thépot, décembre 2004
- D.R. n° 75 “Prices as strategic substitutes in the Hotelling duopoly”, Jacques Thépot, décembre 2004
- D.R. n° 76 “Réflexions sur l’extension récente de la statistique de prix et de production à la santé et à l’enseignement”, Damien Broussolle, mars 2005
- D. R. n° 77 “Gestion du risque de crédit dans la banque : Information hard, information soft et manipulation ”, Brigitte Godbillon-Camus / Christophe J. Godlewski
- D.R. n° 78 “Which Optimal Design For LLDAs”, Marie Pfiffelmann
- D.R. n° 79 “Jensen and Meckling 30 years after : A game theoretic view”, Jacques Thépot
- D.R. n° 80 “Organisation artistique et dépendance à l’égard des ressources”, Odile Paulus, novembre 2006
- D.R. n° 81 “Does collateral help mitigate adverse selection ? A cross-country analysis”, Laurent Weill –Christophe J. Godlewski, novembre 2006
- D.R. n° 82 “Why do banks ask for collateral and which ones ?”, Régis Blazy - Laurent Weill, décembre 2006
- D.R. n° 83 “The peace of work agreement : The emergence and enforcement of a swiss labour market institution”, D. Broussolle, janvier 2006.
- D.R. n° 84 “The new approach to international trade in services in view of services specificities : Economic and regulation issues”, D. Broussolle, septembre 2006.
- D.R. n° 85 “Does the consciousness of the disposition effect increase the equity premium” ?, P. Roger, juin 2007
- D.R. n° 86 “Les déterminants de la décision de syndication bancaire en France”, Ch. J. Godlewski
- D.R. n° 87 “Syndicated loans in emerging markets”, Ch. J. Godlewski / L. Weill, mars 2007
- D.R. n° 88 “Hawks and doves in segmented markets : A formal approach to competitive

aggressiveness”, Claude d’Aspremont / R. Dos Santos Ferreira / J. Thépot,
mai 2007

D.R. n° 89 “On the optimality of the full cost pricing”, J. Thépot, février 2007.