

L'organisation des syndicats bancaires en France : taille, concentration et réputation*

Christophe GODLEWSKI

Université de Strasbourg – LARGE & EM Strasbourg

Classification JEL : C24, C25, G21, G24, G32 – *Réception* : juillet 2008 ; *Acceptation* : juin 2009

Correspondance : godlewski@unistra.fr

Résumé : Dans cet article, nous étudions les facteurs susceptibles d'influencer la structure des syndicats bancaires en France, sur la période 1998-2006, et nous proposons un modèle empirique de cette structure, mesurée par la taille, la concentration et la réputation. Nous montrons que la structure des syndicats bancaires en France est influencée à la fois par les caractéristiques du prêt, mais également de l'emprunteur. Cette structure est bien une réponse organisationnelle adaptée aux problèmes d'agence inhérents à la syndication bancaire. Par ailleurs, les motifs de diversification du risque sont également des déterminants importants de la structure des syndicats bancaires.

Mots clés : prêt syndiqué – structure du syndicat – asymétrie d'information – problèmes d'agence – réputation – France .

Abstract : In this article, we examine the factors that influence the structure of bank syndicates in France during the 1998-2006 period, and we propose an empirical model of this structure, measured by its size, concentration and reputation. We show that both loan and borrower characteristics influence the structure of bank syndicates in France. Their organization is a response to agency problems typically implied by loan syndication. Furthermore, risk diversification also appears to be an important determinant of the structure of bank syndicates.

Key words : syndicated loan – syndicate structure – information asymmetry – agency problems – reputation – France.

* Je remercie les deux rapporteurs anonymes de la revue ainsi que Joël Petey et Laurent Weill pour leurs remarques et suggestions. Je reste seul responsable des erreurs et omissions éventuelles.

Sur la période 1998-2006, les syndicats bancaires en France présentent certaines spécificités : 10 prêteurs en moyenne, dont 4 chefs de file retiennent typiquement 20% du prêt, pour un volume total octroyé de 410 millions USD et une maturité de 6 ans. En revanche, les syndicats aux États-Unis et au Royaume-Uni sont plus petits (8 prêteurs) avec une concentration des parts retenues plus importante (30%), tout en prêtant des montants comparables mais sur des maturités plus courtes (3 ans).

Ces syndicats bancaires financent une part croissante des emprunteurs français de grande et moyenne taille, cotés ou non. La part des prêts syndiqués dans le total des prêts accordés par les institutions financières en France est passée de 7% à près de 13% entre 2000 et 2005, tandis que le montant global de ce type de prêts aux emprunteurs français est évalué à 251 milliards USD en 2007, ce qui représente plus de 15% du marché européen (*Thomson Financial, 2007*).

Compte tenu des caractéristiques spécifiques des syndicats bancaires en France et du développement de ce mode de financement pour les emprunteurs français, on peut s'interroger sur l'adéquation de la structure de ces syndicats aux coûts d'agence de la syndication. En effet, les nombreux bénéfices de la syndication pour les emprunteurs (source de financement externe flexible, rapide et moins coûteuse qu'une série de prêts bancaires ou une émission obligataire) et les prêteurs (diversification des portefeuilles de prêts et des sources de revenus, capacité supplémentaire d'octroi de prêts à coût réduit) peuvent être érodés par les coûts d'agence spécifiques à la syndication bancaire. Ces coûts proviennent des problèmes d'anti-sélection, lorsque le chef de file¹ syndique un prêt de moins bonne qualité sur la base d'informations privées non transmises aux autres membres du syndicat, et d'aléa moral, lorsque les incitations au contrôle de l'emprunteur par les prêteurs sont faibles.

Une réponse organisationnelle à ces coûts d'agence est une structure adaptée du syndicat (Pichler et Wilhelm, 2001 ; Lee et Mullineaux, 2004 ; Jones et al., 2005 ; Bosch et Steffen, 2007 ; Sufi, 2007). En effet, les syndicats de petite taille et plus concentrés sont plus efficaces pour gérer les problèmes d'agence liés à la syndication, puisqu'ils permettent un meilleur contrôle de l'emprunteur. Par ailleurs, une part im-

¹ Une banque chef de file est généralement nommée par l'emprunteur afin de mettre en place la syndication du prêt. Elle joue un rôle actif au sein du syndicat, en décidant de sa composition et en négociant les caractéristiques du prêt.

portante du prêt retenue par les banques chefs de file sert de signal de contrôle et de la qualité de l'emprunteur.

Le poids et le développement des prêts syndiqués en France laissent à penser que l'organisation efficace de ces syndicats pourrait en partie expliquer l'importance de ce marché. L'objectif de cet article consiste à vérifier cette hypothèse à l'aide d'un modèle empirique de la structure des syndicats bancaires en France sur une période récente (1998-2006). À cet effet, nous étudions les facteurs, tels que les caractéristiques du contrat de prêt ainsi que de l'emprunteur, susceptibles d'influencer la structure des syndicats bancaires, mesurée par la taille, la concentration et la réputation. Cette étude s'inscrit dans la continuité des travaux existants (Lee et Mullineaux, 2004 ; Jones et *al.*, 2005 ; Bosch et Steffen, 2007 ; Sufi, 2007) qui portent principalement sur les marchés américain et britannique, tout en les complétant par des résultats obtenus dans le cas français. Par ailleurs, l'étude empirique de l'influence des caractéristiques du prêt et de l'emprunteur sur la réputation du syndicat est un travail qui, à notre connaissance, n'a jamais été réalisé.

La suite de cet article est organisée de la manière suivante. Les déterminants de la structure des syndicats bancaires sont discutés dans la section 1. La section 2 présente les données et la méthodologie employée. Les résultats sont discutés dans la section 3. Enfin, la section 4 conclut l'article.

1. Les déterminants de la structure des syndicats

Dans cette section, nous discutons dans un premier temps de la nature spécifique du prêt syndiqué². Dans un deuxième temps, nous développons les arguments théoriques sous-jacents à la relation entre la structure des syndicats et les avantages ainsi que les inconvénients de la syndication. Enfin, dans un troisième temps, nous présentons la démarche empirique mise en œuvre, à savoir les variables empiriques utilisées et leur influence attendue sur la structure du syndicat.

² Nous renvoyons le lecteur intéressé par un descriptif du processus de syndication d'un prêt bancaire et de l'évolution du marché français des prêts syndiqués à l'article de Godlewski (2007).

1.1. Nature du prêt syndiqué

Le prêt syndiqué est un mode de financement à la frontière des 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 finance directe via la syndication (Dennis et Mullineaux, 2000). Ainsi, la syndication bancaire ne s'apparente pas à de la multi-bancarité. Elle est également différente du mécanisme de revente de prêts sur un marché secondaire (Gorton et Pennachi, 1995).

Il est également important de noter que la syndication bancaire règle certains problèmes de la relation bancaire (Detragiache et *al.*, 2000 ; Carletti et *al.*, 2007), tout en générant d'autres problèmes, plus spécifiques. En effet, la présence de plusieurs prêteurs réduit l'extraction d'une rente de monopole informationnel³ et les incitations au défaut stratégique de l'emprunteur⁴. Toutefois, la présence de plusieurs prêteurs peut engendrer une duplication des coûts d'analyse et de contrôle, des problèmes de passager clandestin parmi les participants et une plus grande complexité de la renégociation de la dette en cas de défaillance de l'emprunteur.

En somme, le prêt syndiqué se distingue par des caractéristiques propres qui peuvent engendrer des bénéfices pour les prêteurs, principalement liés à la diversification du risque et des revenus ainsi que l'augmentation de la capacité d'octroi de prêts, mais également des coûts d'agence spécifiques, compte tenu des phénomènes d'information et d'action cachées au sein du syndicat et des relations d'agence entre le chef de file et les participants. La discussion théorique de ces coûts et bénéfices fait l'objet de la sous-section suivante.

1.2. Arguments théoriques

La structure des syndicats est avant tout censée répondre aux problèmes liés à l'asymétrie d'information et aux problèmes d'agence in-

³ Une relation bancaire exclusive peut conférer au prêteur une rente de monopole informationnel grâce à l'information privée qu'il détient sur son emprunteur. Ce dernier se retrouve alors « capturé » par sa banque, puisque les autres créanciers financiers potentiels lui proposent des conditions de financement moins favorables, car ils sont moins bien informés sur le profil risque de l'emprunteur.

⁴ Le coût d'un défaut stratégique augmente avec le nombre de prêteurs, puisque les coûts de négociation sont plus importants en présence de plusieurs banques, réduisant ainsi les avantages du défaut stratégique pour les dirigeants de l'entreprise.

ternes (entre les membres du syndicat) de la syndication bancaire⁵. Cette structure est également influencée par les bénéfices de la syndication.

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 à la possibilité de financer des prêts malgré un manque de capacité d'emprunt. Les avantages liés à la diversification sont validés par Pennachi (1998), tandis que l'exploitation des avantages comparatifs des autres participants en termes de financement est démontrée par Tykvova (2007). Ainsi, un prêt de taille importante accordé à un emprunteur risqué devrait être financé par un syndicat plus large et diffus pour une meilleure diversification du risque.

Cependant, dans le cadre d'une syndication bancaire, il existe des coûts d'agence spécifiques liés à l'asymétrie d'information entre les membres du syndicat (chef(s) de file – participants). En effet, par sa relation privilégiée avec l'emprunteur, la banque chef de file exerce une influence notable sur la structure du syndicat : elle invite les participants potentiels, alloue les parts du prêt aux membres du syndicat, ainsi que les commissions, et ajuste sa propre part retenue du prêt. Dans ce contexte, des problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral peuvent apparaître.

L'anti-sélection émerge du fait que la banque chef de file peut syndiquer des prêts de moins bonne qualité. En effet, elle peut disposer d'informations privées défavorables sur l'emprunteur, acquises *via* une relation passée par exemple, qu'elle ne transmet pas aux autres membres du syndicat. Lorsque l'emprunteur est plus opaque, ce risque est renforcé. Celui-ci peut être réduit si l'emprunteur dispose d'une notation externe, ou bien est de taille importante. De même, selon la théorie du signal, la présence de garanties (Bester, 1985 ; Chan et Kanatas, 1985 ; Besanko et Thakor, 1987), le niveau d'endettement (Ross, 1977) ou la rentabilité sont autant de facteurs associés à un emprunteur de meilleure qualité. Dans ce cas, une structure plus large et plus diffuse du syndicat bancaire peut être envisagée.

Les participants du syndicat délèguent tout ou partie des actions d'analyse et de contrôle à la banque chef de file, dont l'effort n'est pas observable. Cette situation génère un problème d'aléa moral qui peut être résolu en fournissant un signal sur l'engagement crédible du chef

⁵ Notons que les frictions entre le syndicat et l'emprunteur s'apparentent aux problèmes « classiques » d'un financement relationnel. Ces frictions impliquent des problèmes d'aléa moral et d'anti-sélection standards dans la littérature sur la relation bancaire (voir Guigou et Vilanova, 1999).

de file dans le contrôle de l'emprunteur par la détention d'une part plus importante du prêt (Holmstrom et Tirole, 1997). Ceci implique une répartition plus hétérogène des parts du prêt entre les prêteurs, conduisant à un syndicat plus concentré. En outre, la part du prêt retenue par la banque peut également être considérée comme un signal de la qualité de l'emprunteur (Lobez et Statnik, 2003). Dans ce contexte, les facteurs associés à un meilleur contrôle du comportement de l'emprunteur réduisent le problème d'aléa moral. Au niveau des caractéristiques du prêt, il s'agit principalement de l'existence de clauses contractuelles qui limitent le pouvoir discrétionnaire de l'emprunteur et permettent de mieux le contrôler. Dans ce cas, un syndicat plus large et diffus peut être organisé. Il en sera de même si l'on considère le rôle disciplinant de la dette (Grossman et Hart, 1982). Par contre, un coût de la dette important peut nécessiter davantage de contrôle de l'emprunteur de la part du syndicat, qui devrait alors être plus petit et concentré.

Les comportements opportunistes potentiels du chef de file évoqués précédemment génèrent un risque de réputation qui peut fragiliser sa position au sein du syndicat, ainsi que les opportunités futures de syndication de prêts (Pichler et Wilhelm, 2001). Le problème d'aléa moral en travail d'équipe inhérent 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. De ce fait, les problèmes d'agence peuvent être également atténués par la réputation du chef. Celle-ci est un élément important sur le marché de la syndication bancaire (Gopalan et *al.*, 2007). En effet, des travaux récents montrent que des chefs de file réputés sont plus efficaces dans les tâches d'analyse et de contrôle de l'emprunteur (Ross, 2007). Cette réputation joue un rôle de certification de la qualité de l'emprunteur et permet en conséquence au chef de file, en parallèle à son utilisation de l'information privée détenue à bon escient et d'une structure adéquate du syndicat, d'atténuer les problèmes d'agence (Panyagometh et Roberts, 2009). Ainsi, la présence de mécanismes contractuels visant à atténuer les problèmes d'agence (garantie, clauses) se traduirait par une moindre nécessité de réputation au sein du syndicat. Il en serait de même en présence d'un emprunteur plus transparent et de qualité.

Enfin, dans le cadre d'une syndication bancaire, la gestion de la défaillance de l'emprunteur est plus complexe car les prêteurs doivent atteindre une décision collective. Le résultat de la renégociation est influencé par le nombre de prêteurs et la répartition des parts du prêt

parmi les membres du syndicat (Bolton et Scharfstein, 1996). Par ailleurs, il existe également un risque de capture en cas de renégociation (Hart, 1995), qui peut être amplifié par la structure du syndicat. En effet, une répartition diffuse du prêt peut inciter les prêteurs qui détiennent des portions résiduelles à adopter un comportement non coopératif avec le reste des membres du syndicat en cas de renégociation du contrat de dette et ainsi retarder, voire bloquer, ce processus⁶. Dans ce contexte, un emprunteur plus liquide et, donc, plus solvable permettrait une structure plus large et diffuse.

En résumé, à la lumière des arguments théoriques développés dans cette sous-section, on peut considérer qu'un syndicat bancaire de petite taille et fortement concentré permet un meilleur contrôle de l'emprunteur, dissuade les comportements de passager clandestin des participants et réduit les problèmes de capture informationnelle et l'extraction de rente en cas de renégociation de la dette.

Plus précisément, les mécanismes contractuels de type garantie (signal de la qualité de l'emprunteur), ou clauses (limite du pouvoir discrétionnaire de l'emprunteur), réduisent les problèmes d'anti-sélection et d'aléa moral et permettent la mise en place d'un syndicat de taille plus importante et moins concentré. La disponibilité d'information publique sur l'emprunteur (notation externe par exemple) engendre davantage de transparence et, donc, moins de problèmes d'anti-sélection, autorisant un syndicat plus large et plus diffus. Les caractéristiques de l'emprunteur sont également susceptibles d'influencer la structure du syndicat. Des entreprises au profil attrayant, de tailles importantes, liquides et rentables, devraient être financés par des syndicats larges et diffus.

1.3. Démarche empirique

En nous appuyant sur les arguments théoriques développés dans la sous-section précédente, ainsi que sur les travaux empiriques existants (Lee et Mullineaux, 2004 ; Jones et *al.* 2005 ; Bosch et Steffen, 2007 ; Sufi, 2007), nous procédons en deux étapes dans notre démarche empirique. Dans un premier temps, nous testons l'impact des caractéristiques du prêt sur la structure des syndicats. Puis, dans un deuxième temps, nous examinons l'influence des caractéristiques de l'emprunteur sur cette structure.

⁶ Dans l'espoir d'une issue de la renégociation qui leur serait plus favorable.

Nous mesurons la structure d'un syndicat bancaire au moyen de plusieurs variables. Tout d'abord, nous utilisons la taille du syndicat, en distinguant le nombre total de prêteurs du nombre de banques chefs de file⁷. Cependant, la répartition des parts du prêt syndiqué parmi les membres du syndicat n'est pas forcément homogène, en particulier lorsque le chef de file conserve une part importante du prêt. C'est pourquoi nous avons également recours à une mesure de la concentration des parts du prêt retenus par les membres du syndicat. Enfin, compte tenu du rôle important de la réputation du chef de file dans la réduction des problèmes d'agence au sein du syndicat, nous retenons également une mesure de la composition du syndicat en termes de présence de chefs de file réputés⁸.

Nous obtenons ainsi quatre mesures de la structure des syndicats bancaires⁹ :

1. Nombre total de prêteurs (nombre total de banques formant le syndicat – variable Prêteurs).
2. Nombre de banques chefs de file (nombre de banques ayant le titre de chef de file dans le syndicat – variable Chefs de file).
3. Présence de banques chefs de file réputés (pourcentage de chefs de file figurant dans la *League Table* de LPC Reuters dans le syndicat¹⁰ - variable Part de chefs réputés).
4. Concentration du syndicat (indice de Herfindhal-Hirschman normalisé à un sur les parts retenues du prêt par tous les membres du syndicat – variable Concentration).

⁷ Les différents chefs de file peuvent endosser différentes fonctions 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 (souscrit le prêt syndiqué). La présence de plusieurs banques chefs de file permet de diversifier les coûts de gestion du syndicat et d'atténuer les problèmes d'agence internes par le biais du contrôle mutuel des chefs de file (François et Missonier-Piera, 2007).

⁸ Outre le rôle important de la réputation du chef de file sur le marché de la syndication bancaire, cette mesure permet également de prendre en compte indirectement la stabilité relative des banques chefs de file. En effet, les banques sont en concurrence pour obtenir le rôle de chef de file (Pichler et Wilhelm, 2001). Néanmoins, la présence d'un chef de file dans la *League Table* reflète une accumulation d'expérience passée dans cette fonction (et éventuellement des interactions avec d'autres chefs de file) et se retranscrit en un capital de réputation plus important (Gopalan et al., 2007).

⁹ Une autre mesure basée sur la part du prêt retenue par les banques chefs de file a été envisagée, mais compte tenu des problèmes de convergence lors des estimations nous avons été contraint de l'abandonner.

¹⁰ La liste des établissements appartenant à la *League Table* de LPC Reuters est fournie en annexe.

Après avoir présenté les différentes mesures de la structure du syndicat, nous procédons désormais à la discussion des variables empiriques retenues en rapport avec les arguments théoriques développés dans la sous-section 2.2.

La taille du prêt (Taille prêt) devrait influencer positivement (négativement) la taille du syndicat (la concentration) compte tenu des motivations en termes de diversification du risque et de respect des normes de diversification des portefeuilles de prêts selon la réglementation bancaire en vigueur.

La maturité du prêt (Maturité) est également prise en compte, mais son impact est indéterminé. Le sens de la relation entre la maturité et le risque de crédit aura un effet positif ou négatif sur la structure du syndicat. Si une maturité longue est associée à un risque élevé (Agbanzo et al., 1998), alors pour des raisons de diversification les syndicats devraient être plus grands et diffus. Par contre, si le risque est plus faible en présence de maturité longue (Dennis et al., 2000), les syndicats pourraient être plus petits et concentrés.

Nous intégrons également deux caractéristiques du prêt liées à la qualité de l'emprunteur et à la protection des prêteurs en cas de défaut de la contrepartie¹¹. Une des principales caractéristiques dans ce cadre est la présence de garant (Garant)¹². Ce dernier est une partie externe à la relation contractuelle entre l'emprunteur et le syndicat, qui se porte garant du paiement des intérêts et du principal. Selon la théorie du signal (Bester, 1985 ; Chan et Kanatas, 1985 ; Besanko et Thakor, 1987), l'existence d'une sûreté peut signaler un emprunteur de bonne qualité et la possibilité de constituer un syndicat large, moins réputé et diffus. À l'opposé, sous l'hypothèse de « risque observé » (Berger et Udell, 1990 ; Jimenez et Saurina, 2004 ; Weill et Godlewski, 2006), le prêteur disposant d'une information suffisante sur l'emprunteur exigera davantage de sûreté de la part d'emprunteurs plus risqués, afin de réduire les problèmes d'anti-sélection et minimiser la perte potentielle en cas de défaut. Dans ce cas, l'existence de garanties signalant un « mauvais risque » serait associée à des syndicats restreints et concentrés, avec plus de chefs réputés.

¹¹ Le fait que la dette soit senior est une troisième caractéristique envisageable, mais près de 100% des prêts de l'échantillon disposent de cet attribut.

¹² La variable muette renseignant la présence d'une garantie est mal renseignée dans notre échantillon (moins d'un quart des observations). C'est pourquoi nous optons pour une variable *proxy* alternative.

L'existence de clauses financières (Clauses) permet de restreindre les actions de l'emprunteur et de diminuer son pouvoir discrétionnaire. Ainsi, leur utilisation facilite le contrôle de l'emprunteur et réduit les coûts de contrôle pour les prêteurs ainsi que le problème d'aléa moral lié à ce processus au sein du syndicat. Dans ce cas, un syndicat de taille importante et faiblement concentré peut être formé, avec moins de chefs réputés. Néanmoins, ces clauses peuvent être demandées plus fréquemment à des emprunteurs de faible qualité et seraient donc associées à un risque plus important (Foster *et al.*, 1998). Une structure de petite taille fortement concentrée et réputée serait alors plus adaptée.

Nous intégrons également l'influence de la disponibilité d'information publique sur la structure du syndicat 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 sont plus propices à la syndication que les prêts plus opaques, 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 membres du syndicat est réduite dans ce cas (Dennis et Mullineaux, 2000). Le signe attendu pour ce coefficient est positif en ce qui concerne la taille, et négatif en ce qui concerne la concentration et la réputation.

Hormis les caractéristiques du prêt, nous intégrons dans les régressions un certain nombre de variables et ratios comptables susceptibles de capter le profil de l'emprunteur. À cet effet, nous suivons les travaux de Lee et Mullineaux (2004), Bosch et Steffen (2007), Sufi (2007) et Godlewski (2008) afin de retenir les facteurs les plus pertinents, qui sont au nombre de cinq¹³.

La taille de l'emprunteur (Taille emprunteur, mesurée en logarithme du total bilan) peut être considérée comme une mesure de transparence, les grandes entreprises étant généralement moins opaques que les petites. En même temps, une contrepartie de grande taille peut également nécessiter un syndicat plus large et diffus pour des raisons de diversification.

Le poids et la contrainte financière de l'endettement sont pris en compte par le biais de deux ratios comptables : Ratio Dette (part des dettes dans le total bilan) et Résultat d'exploitation / Intérêts. Le signe attendu pour ces deux variables est indéterminé. Tout d'abord, un levier d'endettement élevé peut engendrer des problèmes d'agence inter-

¹³ Une analyse des coefficients de corrélation entre ces variables et les quatre variables expliquées confirme notre choix.

ne à l'entreprise (de type substitution d'actifs ou sous investissement, selon Myers, 1977) ce qui pourrait renforcer davantage les problèmes d'agence internes au syndicat. Dans ce contexte, on peut s'attendre à un syndicat de petite taille et concentré avec de nombreux chefs de file réputés. Cependant, si on considère le niveau de la dette comme un signal de la qualité de l'emprunteur qui agit également comme mécanisme de discipline des dirigeants (Ross, 1977), alors les problèmes d'agence peuvent être moins importants, et une structure large et diffuse du syndicat est envisageable. Ce type de structure est également possible en présence de contrainte financière liée à la dette élevée mais cette fois-ci pour des raisons de diversification du risque. Cependant, une structure opposée (petite et concentrée) peut être nécessaire pour mieux contrôler un emprunteur ayant des charges financières importantes.

Nous intégrons également une mesure de la liquidité de l'emprunteur avec le ratio de liquidité générale (Liquidité), défini comme le rapport entre l'actif circulant à moins d'un an et le passif exigible à moins d'un an. Un emprunteur plus liquide est moins exposé au risque d'insolvabilité et est, donc, moins porteur de problèmes d'agence. C'est pourquoi on peut s'attendre à une influence positive (négative) de cette variable sur la taille du syndicat (sur la concentration et la réputation du syndicat respectivement). Par ailleurs, la renégociation du contrat avec un emprunteur plus liquide devrait être moins complexe, auquel cas une structure large et étendue du syndicat peut être envisagée.

Nous tenons également compte de la rentabilité de l'emprunteur par le biais de la rentabilité des actifs (Rentabilité), définie comme le rapport entre le résultat d'exploitation et le total du bilan. L'impact de ce ratio est néanmoins indéterminé. D'une part, un emprunteur rentable est une contrepartie attractive pour le syndicat compte tenu des revenus escomptés de la syndication, mais également des perspectives de relations bilatérales futures. En d'autres termes, la rentabilité peut être perçue comme un signal de la qualité de l'emprunteur. Dans ce cas, on peut s'attendre à un coefficient positif sur la taille et négatif sur la concentration. D'autre part, on peut également observer un emprunteur rentable financé par un syndicat restreint et concentré pour des raisons de confidentialité (Yosha, 1995), afin de ne pas révéler l'information privée aux concurrents.

Outre ces caractéristiques du prêt et de l'emprunteur, nous introduisons également dans toutes les régressions un certain nombre de variables de contrôle, en suivant les travaux empiriques antérieurs (Lee et

Mullineaux, 2004 ; Jones et *al.*, 2005 ; Bosch et Steffen, 2007 ; Sufi, 2007). Ainsi, nous contrôlons le type (variables muettes égales à 1 lorsque le prêt est à terme et revolving respectivement) et l'objet du prêt (variables muettes égales à 1 lorsque le prêt concerne un financement d'entreprise, un remboursement de dette et le financement d'un *leverage buy out* respectivement¹⁴). Nous contrôlons également les principaux taux interbancaires de référence du prêt, qui conditionnent la marge perçue par les membres du syndicat (variables muettes égales à 1 lorsque le taux de référence est l'Euribor et le Libor respectivement). Nous contrôlons aussi le secteur d'activité de l'emprunteur, et nous incluons des variables muettes par année de syndication du prêt. Enfin, nous prenons également en compte l'évolution de l'économie par le biais du PIB annuel par habitant.

Le tableau 1 propose une synthèse des effets attendus des principales variables empiriques d'intérêt sur les mesures de la structure du syndicat bancaire.

Tableau 1 – Synthèse des signes attendus

<i>Caractéristiques du prêt</i>	Variables de structure du syndicat		
	Taille	Réputation	Concentration
Taille prêt	+	+	-
Maturité	+/-	+/-	+/-
Clauses	+/-	+/-	+/-
Garant	+/-	+/-	+/-
Notation S&P	+	-	-

<i>Caractéristiques de l'emprunteur</i>	Variables de structure du syndicat		
	Taille	Réputation	Concentration
Taille emprunteur	+/-	+/-	+/-
Ratio dette	+/-	+/-	+/-
Contrainte financière	+/-	+/-	+/-
Liquidité	+	-	-
Rentabilité	+/-	+/-	+/-

¹⁴ 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).

2. Données et méthodologie

Les données sur les prêts syndiqués proviennent de la base Dealscan (LPC, Reuters). Il s'agit d'une base de données historique, 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. Les informations concernant les emprunteurs sont extraites de la base Amadeus (Bureau Van Dijk). Cette base fournit essentiellement des données comptables d'un grand nombre d'entreprises européennes. L'information disponible sur les variables d'intérêt détermine en grande partie la taille de l'échantillon, qui comporte 2245 prêts syndiqués sur la période 1998-2006.

La description et les statistiques descriptives des variables sont présentées dans le tableau 2. La distribution des pays d'origine des prêteurs figure en annexe¹⁵.

Sur la période étudiée, un syndicat bancaire « moyen » comportait plus de 10 prêteurs, dont 4 étaient chefs de file. La part moyenne retenue par les chefs de file s'élève à 9,14 %, tandis que la concentration des parts est de 40,19 %. Enfin, près de 40% des prêteurs d'un syndicat « standard » sont des chefs de files figurant dans la *League Table* et disposent donc d'une réputation importante.

La taille moyenne d'un prêt est de 410 millions USD pour une maturité proche de 6 ans. Près de 8 % des prêts syndiqués ont au moins un garant, et sont assujettis de clauses contractuelles financières dans près de 14 % des cas. Enfin, les emprunteurs disposent d'une notation dans 6 % des cas. Par ailleurs, les emprunteurs sont de taille relativement importante, avec un ratio d'endettement assez conséquent (62,44 % en moyenne) et une contrainte financière liée à l'endettement importante. Ces emprunteurs sont assez liquides et rentables.

La structure du syndicat bancaire est mesurée par les quatre variables retenues et discutées précédemment (Prêteurs, Chefs de file, Part de chefs réputés et Concentration). Ces mesures permettent de capter les principales caractéristiques d'un syndicat : sa taille, sa concentration et sa réputation.

¹⁵ La matrice de corrélation est disponible auprès de l'auteur.

Tableau 2 – Description des variables et statistiques descriptives

Variable	Description	N	Moyenne	Ecart-type
<i>Mesures de la structure du syndicat bancaire</i>				
Prêteurs	Nombre total de prêteurs dans le syndicat bancaire	2245	10,43	8,75
Chefs de file	Nombre de banques chefs de file dans le syndicat bancaire	885	4,33	4,59
Part de chefs réputés	Pourcentage de chefs de file figurant dans la <i>League Table</i> de LPC Reuters dans le syndicat	2245	0,38	0,21
Concentration	Indice de Herfindhal-Hirschman normalisé à un sur les parts retenues du prêt par les prêteurs	1475	0,40	0,23
<i>Caractéristiques du prêt syndiqué</i>				
Taille prêt	Taille du prêt en millions d'USD (en logarithme)	2245	410	117
Maturité	Maturité du prêt en mois (en logarithme)	2245	70,33	31,35
Clauses	=1 si le prêt comporte des clauses contractuelles financières	2245	0,13	0,34
Garant	=1 s'il y a au moins un garant	2245	0,08	0,27
Notation S&P	=1 s'il existe une notation Standard & Poor's de la dette senior de l'emprunteur	2245	0,05	0,23
<i>Caractéristiques de l'emprunteur</i>				
Taille emprunteur	Total bilan (en logarithme)	383	12,83	2,38
Ratio dette	Dette / total bilan	383	0,62	0,16
Contrainte financière	Résultat d'exploitation / intérêts de la dette	383	0,17	0,39
Liquidité	Actifs circulants (moins d'un an) / Passif exigible (moins d'un an)	383	0,85	0,53
Rentabilité	Résultat d'exploitation / Total bilan	383	0,10	0,11

<i>Variables de contrôle</i>				
Terme	=1 si le prêt est un prêt à terme	2245	0,45	0,49
Revolving	=1 si le prêt est un prêt revolving	2245	0,31	0,46
Financement entreprise	=1 si l'objet du prêt est un financement d'entreprise	2245	0,12	0,32
Remboursement dette	=1 si l'objet du prêt est un remboursement de dette	2245	0,19	0,39
Financement LBO	=1 si l'objet du prêt est un financement de LBO	2245	0,35	0,47
Euribor	=1 si le taux de référence du prêt est l'Euribor	2245	0,07	0,25
Libor	=1 si le taux de référence du prêt est le Libor	2245	0,30	0,45
PIB / hab.	PIB réel par habitant en PPA (en USD 2005)	2245	29949	839

Les mesures de la structure et les caractéristiques du prêt proviennent de la base de données Dealscan (LPC, Reuters). Les caractéristiques de l'emprunteur proviennent de la base de données Amadeus (Bureau Van Dijk). La variable PIB / hab. provient de la base de données de Beck et al. (2000).

Nous effectuons deux séries de quatre régressions : la première avec les caractéristiques du prêt et la seconde avec les caractéristiques de l'emprunteur. Les régressions concernant la taille du syndicat (Prêteurs, Chefs de file) sont effectuées au moyen d'un modèle Poisson¹⁶, puisqu'il s'agit d'une variable de comptage, avec une distribution tronquée, car le nombre de banques formant un syndicat est supérieur à 0.

Dans ce cas, la probabilité du nombre de banques (noté y) conditionnellement à ce que ce nombre soit strictement supérieur à 0 s'écrit :

$$\Pr(y | y > 0; x) = \frac{\mu^y \exp(-\mu)}{y!(1 - \exp(-\mu))}$$

Les régressions concernant la concentration du syndicat et la présence de chefs de file réputés sont effectuées avec un modèle Tobit,

¹⁶ Un test du Khi-2 sur les log vraisemblances des régressions, avec une spécification Poisson et Binomiale négative respectivement, ne permet pas de rejeter l'hypothèse nulle selon laquelle la moyenne et la variance des variables de taille du syndicat sont égales. Par conséquent, nous retenons un modèle de Poisson.

puisque ces variables sont comprises entre 0 et 1¹⁷. En notant x la variable latente et y la variable observée (concentration du syndicat et pourcentage de chefs de file réputés), le modèle s'écrit :

$$y^* = x' \beta + \varepsilon,$$

$$\begin{cases} y = 0 & \text{si } y^* \leq 0 \\ y = y^* & \text{si } y^* > 0 \end{cases}$$

Dans toutes les estimations, les erreurs-types sont robustes et calculés par « *cluster* » correspondant à l'emprunteur.

3. Résultats

Les résultats sont présentés de la manière suivante¹⁸. Premièrement, nous discutons les résultats des quatre régressions des différentes mesures de la structure du syndicat sur les caractéristiques du prêt uniquement (tableau 3). Deuxièmement, nous effectuons le même exercice en ce qui concerne les caractéristiques de l'emprunteur (tableau 4). Enfin, nous discutons de la robustesse des résultats obtenus.

3.1. L'influence des caractéristiques du prêt sur la structure du syndicat bancaire

La taille du prêt a une influence significative et positive sur la taille du syndicat et le nombre de chefs de file, conformément à l'argument de diversification du risque à travers un syndicat plus important. Ce ré-

¹⁷ Dans cette étude, c'est le support de la distribution de la variable expliquée qui appartient à l'intervalle (0,1). En ce qui concerne la concentration du syndicat, nous n'avons aucune information sur la sur- ou sous-souscription du prêt car on observe uniquement les parts du prêt retenues par les banques finalement présentes dans le syndicat à la signature du *deal*. Nous pouvons signaler que les résultats d'une régression MCO avec erreurs types robustes et *clusters* par emprunteur fournissent des résultats similaires à ceux du Tobit. Toutefois, d'après les valeurs des critères d'information d'Akayke et de Schwartz, le modèle Tobit est préféré.

¹⁸ Compte tenu de la disponibilité des données (perte d'information conséquente en ce qui concerne les données de bilan des emprunteurs en provenance d'*Amadeus*) et de la méthode d'estimation avec *cluster*, nous ne pouvons fournir de résultats probants en ce qui concerne l'intégration des caractéristiques du prêt et de l'emprunteur dans une même estimation.

sultat est également obtenu par Lee et Mullineaux (2004), Sufi (2007) et Bosch et Steffen (2007).

La maturité a une influence significative et négative, uniquement sur le nombre de banques chefs de file. Ce résultat confirme en partie les arguments liant une maturité longue à un risque plus faible (Dennis et al., 2000), rendant ainsi possible la formation d'un syndicat comportant moins de chefs de file.

Tableau 3 – Influence des caractéristiques du prêt sur la structure du syndicat

Ce tableau présente les résultats des régressions de Poisson et Tobit pour les quatre mesures de la structure du syndicat sur les caractéristiques du prêt uniquement. Les variables de contrôle pour le type de prêt, l'objet, les années du prêt, les secteurs d'activité et l'état de l'économie sont incluses mais non reportées. Les erreurs types robustes avec *clusters* par emprunteur figurent entre parenthèses. *, ** et *** correspondent à des coefficients statistiquement significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 % respectivement. N est le nombre d'observations et Khi-2 est la statistique du Khi-2.

Variable expliquée	Prêteurs	Chefs de file	Part de chefs réputés	Concentration
Taille prêt	0,23*** (0,01)	0,27*** (0,03)	-0,00 (0,02)	0,06 (0,06)
Maturité	0,02 (0,03)	-0,15*** (0,05)	-0,08 (0,07)	0,20 (0,12)
Clauses	0,16*** (0,05)	0,26** (0,11)	0,09** (0,04)	0,55*** (0,07)
Garant	-0,06 (0,05)	-0,13 (0,16)	0,26* (0,14)	0,44* (0,23)
Notation S&P	-0,05 (0,08)	-0,06 (0,12)	-0,22** (0,09)	-0,11 (0,10)
Constante	2,32* (1,21)	-14,60*** (2,22)	3,80*** (0,82)	0,23 (2,11)
N	2245	885	2245	1577
Khi-2	747,60***	433,07***	724,91***	744,60***

Parmi les variables mesurant la qualité de l'emprunteur et le degré de protection des prêteurs – la présence de clauses contractuelles et d'un garant – nous remarquons que la structure du syndicat est avant tout sensible aux clauses et ce de manière positive. Ainsi, ce mécanis-

me contractuel qui tend à réduire le pouvoir discrétionnaire de l'emprunteur et à faciliter l'exercice du contrôle des prêteurs permet de former un syndicat de taille plus importante, mais avec de nombreux chefs de file réputés et une concentration conséquente. Ce résultat suggère que malgré l'utilité de clauses comme mécanisme de contrôle de l'emprunteur, un contrôle par le syndicat demeure nécessaire. Ainsi, les chefs de file structurent les syndicats de manière à ce que leur concentration soit plus forte, ce qui se traduit concrètement par une répartition hétérogène des parts du prêt parmi les membres du syndicat, les chefs de file retenant une portion plus importante.

Les résultats concernant la variable Garant semblent plutôt valider l'argument reposant sur l'hypothèse de risque observé, selon laquelle les « mauvais risques » seraient contraints de fournir une garantie, auquel cas une structure concentrée du syndicat avec un « capital réputation » considérable serait nécessaire. Cependant, ce résultat est relativement faible du point de vue statistique.

Enfin, la disponibilité d'informations publiques *via* une notation d'agence influence uniquement la présence de chefs de file, et ce dans le sens négatif. Ce résultat suggère qu'une transparence accrue de l'emprunteur permet de réduire partiellement les problèmes d'anti-sélection en réduisant le nombre de chefs de file réputés dont la réputation agit comme certification de la qualité de l'emprunteur et comme signal de contrôle efficace.

3.2. L'influence des caractéristiques de l'emprunteur sur la structure du syndicat bancaire

Nous remarquons que la taille de l'emprunteur exerce une influence positive sur la taille du syndicat ainsi que sur la présence de chefs de file réputés, ce qui tend à confirmer que la transparence plus accrue des grandes entreprises permet de réduire les problèmes d'agence internes au syndicat ainsi que la nécessité de diversifier le risque. Ce résultat est également obtenu par Lee et Mullineaux (2004), Sufi (2007) et Bosch et Steffen (2007).

L'impact de la contrainte financière liée à l'endettement sur la structure du syndicat est significativement négatif pour les chefs de file et la concentration. En d'autres termes, on observe moins de chefs de file qui mettent en place une répartition plus homogène du prêt parmi les prêteurs. Ainsi, une concentration moins prononcée semble plus adaptée afin de mieux diversifier le risque lié au financement d'un emprun-

teur fortement endetté. Lee et Mullineaux (2004) obtiennent un résultat similaire en utilisant le levier d'endettement¹⁹.

Tableau 4 – *Influence des caractéristiques de l'emprunteur sur la structure du syndicat*

Ce tableau présente les résultats des régressions de Poisson et Tobit pour les quatre mesures de la structure du syndicat sur les caractéristiques de l'emprunteur. Les variables de contrôle pour le type de prêt, l'objet, les années du prêt, les secteurs d'activité et l'état de l'économie sont incluses mais non reportées. Les erreurs types robustes avec clusters par emprunteur figurent entre parenthèses. *, ** et *** correspondent à des coefficients statistiquement significatifs aux seuils de 10 %, 5 % et 1 % respectivement. N est le nombre d'observations et Khi-2 est la statistique du Khi-2.

Variable expliquée	Prêteurs	Chefs de file	Part de chefs réputés	Concentration
Taille emprunteur	0,12*** (0,00)	0,16*** (0,02)	0,03*** (0,00)	0,00 (0,03)
Ratio dette	0,07 (0,11)	-1,28*** (0,45)	-0,08 (0,15)	-0,62*** (0,24)
Contrainte financière	0,02 (0,05)	-2,41*** (0,49)	0,02*** (0,01)	0,01** (0,00)
Liquidité	-0,07 (0,08)	0,69*** (0,11)	-0,21*** (0,03)	-0,41*** (0,07)
Rentabilité	0,58*** (0,17)	0,10 (0,99)	-0,14 (0,15)	-1,06*** (0,33)
Constante	3,46*** (0,86)	-26,01*** (6,20)	8,68*** (0,85)	5,87*** (1,32)
N	383	174	383	137
Khi-2	187,83***	172,49***	171,18***	173,92***

L'influence du ratio d'endettement est à mettre en parallèle avec celui de la contrainte financière. Ces deux variables agissent dans le même sens sur le nombre de chefs de file. Par contre, la contrainte finan-

¹⁹ Notons que ce résultat peut également s'expliquer par le rôle du niveau d'endettement comme signal de la qualité de l'emprunteur (Grossman et Hart, 1982), auquel cas la présence de nombreux chefs de file est moins indispensable, ces derniers

cière accroît la concentration ainsi que la présence de chefs de file réputés. Un ratio rapportant le résultat d'exploitation aux intérêts payés élevé signal une contrainte financière importante qu'il est nécessaire de maîtriser. Dans ce cas, un contrôle renforcé de l'emprunteur par le syndicat s'impose et passe par une concentration accrue et une forte présence de chefs de file réputés.

Un emprunteur plus liquide implique une structure renforcée en termes de chefs de file mais avec un capital réputationnel moins important, ainsi qu'une répartition des parts du prêt plus homogène. Une liquidité accrue réduit, toute chose égale par ailleurs, le risque de liquidité et par conséquent d'insolvabilité de l'emprunteur, permettant de former un syndicat moins concentré et nécessitant moins de chefs de file, puisque la perspective de renégociation est moins probable.

Enfin, nous remarquons qu'une rentabilité accrue est associée à un syndicat plus important en termes de taille et moins concentré. Un emprunteur rentable est attractif pour une syndication en termes de revenus escomptés et de perspectives de relations futures et amène les banques chefs de file à former un syndicat plus grand. En même temps, ce résultat confirme également le rôle de la rentabilité en tant que signal de la qualité de l'emprunteur.

3.3. Robustesse des résultats

Nous avons procédé à un certain nombre de tests de robustesse. Premièrement, nous avons étudié la stabilité des syndicats pour vérifier si la syndication des prêts en France s'effectuait par des groupes restreints de prêteurs. En effet, en cas d'importante stabilité de la composition des syndicats et, donc, de présence d'un nombre réduit de groupes de prêteurs, les comportements opportunistes générant des coûts d'agence sont moins probables compte tenu de la crédibilité intra-groupe et du risque de perte de réputation des prêteurs, en particulier des chefs de file. Cela peut à son tour avoir un impact sur la structure des syndicats²⁰. Nous avons donc construit une matrice d'interactions entre les différents prêteurs (210 dans l'échantillon) dans le cadre d'opérations de prêt. Compte tenu de la taille très importante de cette

retenant une portion moins importante du prêt ce qui conduit à une structure plus diffuse et homogène du syndicat (faible concentration).

²⁰ Nous remercions un des rapporteurs anonymes de la revue pour cette remarque.

matrice (210 x 210), nous présentons les résultats sous forme de surface 3D dans l'annexe 3.

Nous remarquons que le nombre d'interactions est relativement important pour un bon tiers des prêteurs de notre échantillon, compte tenu de la forme en vague ascendante de la surface dans la partie gauche de l'annexe 3. Cela signifie que plus de 70 prêteurs interagissent intensivement dans le cadre des syndications sur le marché français. Cependant, on n'observe pas de groupes vraiment distincts, puisque la surface ne comporte pas de pics significatifs éparpillés. Nous pouvons donc conclure que les interactions sont importantes entre plus du tiers des prêteurs de l'échantillon sans pour autant engendrer de groupes distincts qui, par la crédibilité et la pression internes, influenceraient les problèmes d'agence de la syndication. Toutefois, ces 70 prêteurs en question peuvent s'apparenter à un groupe distinct mais de taille conséquente, auquel cas les pressions liées à la crédibilité et au risque de réputation pourraient être diluées²¹. Cependant, on ne peut exclure totalement la possibilité qu'au sein de ces 70 prêteurs la crédibilité interne et le risque de réputation exercent une influence sur les coûts d'agence de la syndication et, donc, sur la structure des syndicats²².

Deuxièmement, nous obtenons des résultats similaires en utilisant le nombre de chefs de files dans le syndicat ainsi que le pourcentage de chefs de file réputés parmi les banques chefs de file comme variables expliquées.

Troisièmement, nous avons effectué des régressions omettant les variables potentiellement endogènes comme *Clauses* ou *Garant*, faute d'instruments valides²³. Ces régressions n'affectent en rien la significativité et le sens des autres coefficients.

Quatrièmement, nos résultats résistent à l'utilisation d'autres variables mesurant les caractéristiques de l'emprunteur, comme le chiffre d'affaires, le ratio de solvabilité ou le levier d'endettement et des mesures alternatives de la rentabilité, comme la rentabilité des capitaux propres.

²¹ D'autant plus que la présence de plus de 200 prêteurs distincts indique un marché de prêts syndiqués atomisé.

²² Compte tenu de la taille réduite de l'échantillon pour les prêts syndiqués par ces 70 prêteurs, nous ne pouvons apporter davantage de réponses sur ce point faute de résultats d'estimations probants.

²³ En effet, il est possible que des éléments du contrat de prêt, comme la présence de clauses ou de garants soient déterminés de façon simultanée. De même, la présence de garants peut influencer la présence de clauses, ou *vice versa*.

Cinquièmement, nous avons effectué les régressions en omettant les prêts accordés aux emprunteurs du secteur financier (9,93 % de l'échantillon), qui, de par leur spécificité par rapport aux entreprises non financières, pourraient biaiser nos résultats. Ces derniers résistent à ce test de robustesse.

Enfin, nous avons procédé à des régressions en omettant les prêts syndiqués comportant des banques françaises (42,39 % de l'échantillon). Seules les régressions avec les caractéristiques du prêt ont pu être effectuées compte tenu de la réduction de l'échantillon. Ce dernier test de robustesse valide également nos résultats précédemment obtenus, avec cependant une forte réduction des coefficients, sans toutefois altérer leurs signes.

Conclusion

Dans cet article, nous avons mené une étude empirique de l'influence des caractéristiques du prêt et de l'emprunteur sur la structure des syndicats bancaires en France pour la période 1998-2006. Cette structure présente des spécificités par rapport aux syndicats bancaires aux États-Unis et au Royaume-Uni. En effet, les syndicats bancaires en France sont plus grands et moins concentrés, tout en prêtant des montants comparables. En même temps, on constate une progression importante du poids et du développement de ce mode de financement en France. Au vu de ces constatations, la principale interrogation de cet article concernait l'adéquation de la structure organisationnelle des syndicats bancaires en France aux problèmes d'agence soulevés par la syndication.

Les résultats obtenus valident certaines des conclusions des travaux existants sur le marché américain et britannique (Lee et Mullineaux, 2004 ; Bosch et Steffen, 2007 ; Sufi 2007). En effet, les résultats concernant la taille du prêt et de l'emprunteur confirment les arguments liés à la diversification du risque par le syndicat ainsi que l'effet bénéfique de la transparence de l'emprunteur en matière de réduction de l'asymétrie d'information au sein du syndicat et, donc, de problèmes d'anti-sélection, autorisant un syndicat plus grand et moins concentré. Par ailleurs, la disponibilité d'information publique *via* une notation externe de l'emprunteur réduit également la présence de chefs de file réputés dont le rôle est de certifier la qualité de la contrepartie.

D'autres résultats, différents de ceux des études antérieures, émergent également de ce travail et confirment, du moins en partie,

l'adéquation des structures spécifiques des syndicats bancaires en France par rapport aux problèmes d'agence soulevés par la syndication. L'existence de clauses permet de réduire les problèmes d'aléa moral avec des syndicats plus larges, tandis que les garanties semblent valider l'hypothèse de risque observé et, par conséquent, des syndicats plus concentrés. Les emprunteurs plus endettés sont financés par des syndicats plus larges pour des raisons de diversification du risque, tandis qu'une forte contrainte financière liée à l'endettement est associée à des syndicats plus concentrés et réputés pour assurer un meilleur contrôle. Enfin, des emprunteurs liquides et rentables autorisent des structures de syndicat plus grandes et moins concentrées.

Ainsi, les structures relativement particulières en France, plus grandes et moins concentrées qu'aux États-Unis et au Royaume-Uni, sont bien des réponses organisationnelles adaptées aux problèmes d'agence inhérents à la syndication bancaire. Par ailleurs, les motifs de diversification du risque sont également des facteurs importants de la structure de ces syndicats. Finalement, ceux-ci sont formés de telle manière à ce que les principaux avantages, mais également inconvénients, soient pris en compte pour assurer une syndication la plus efficace possible. Ceci peut fournir un élément d'explication du poids et du développement de ce mode de financement en France.

Ces résultats complètent les travaux existants (Lee et Mullineaux, 2004 ; Jones et *al.*, 2005 ; François et Missonier-Piera, 2007 ; Sufi, 2007) et offrent un approfondissement de la compréhension du fonctionnement du marché de la syndication bancaire en France. Cependant, de nombreuses perspectives de recherche demeurent, en particulier concernant la structure du marché de la syndication bancaire en France et l'activité des prêteurs français sur le marché européen, mais aussi mondial, de la syndication. Est-ce que le marché de la syndication bancaire en France est particulier ? Où et avec qui les banques françaises syndiquent-elles ? Quelle est leur place sur le marché de la syndication ? Voici les principales interrogations auxquelles il serait intéressant d'apporter des réponses empiriques à l'avenir.

Bibliographie

Agbanzo L., Mei J. et Saunders A. (1999), « Credit Spreads in the Market for Highly Leveraged Transaction Loans », *Journal of Banking and Finance*, vol. 22, n°10-11, p. 1249-1282.

- Beck T., Demirgüç-Kunt A. et Levine R. (2000), « A New Database on Financial Development and Structure », *World Bank Economic Review*, vol. 14, n° 3, p. 597-605.
- Berger A. et Udell G. (1990), « Collateral, Loan Quality, and Bank Risk », *Journal of Monetary Economics*, vol. 25, n° 1, p. 21-42.
- Besanko D. et Thakor A. (1987), « Collateral and Rationing: Sorting Equilibrium in Monopolistic and Competitive Credit Markets », *International Economic Review*, vol. 28, n° 3, p. 671-689.
- Bester H. (1985), « Screening vs. Rationing in Credit Markets with Imperfect Information », *American Economic Review*, vol. 25, n° 4, p. 21-42.
- Bolton P. et Scharfstein D. (1996), « Optimal Debt Structure and the Number of Creditors », *Journal of Political Economy*, vol. 104, n° 1, p. 1-25.
- Bosch O. et Steffen S. (2007), « Informed Lending and the Structure of Loan Syndicates: Evidence from the European Syndicated Loan Market », Working Paper.
- Carletti E., Cerasi V. et Daltung S. (2007), « Multiple-Bank Lending: Diversification and Free-Riding in Monitoring », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 16, n° 3, p. 425-451.
- Chan Y.-S. et Kanas G. (1985), « Asymmetric Valuation and the Role of Collateral in Loan Agreements », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 17, n° 1, p. 85-95.
- Dennis S. et Mullineaux D. (2000), « Syndicated Loans », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 9, n° 4, p. 404-426.
- Dennis S., Bebarshi, N. et Sharpe I. (2000), « Determinants of Contract Terms in Bank Revolving Lines of Credit », *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 35, n° 4, p. 87-109.
- Detragiache E., Garella P. et Guiso L. (2000), « Multiple versus Single Banking Relationships: Theory and Evidence », *Journal of Finance*, vol. 55, n° 3, p. 1133-1161.
- 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*, vol. 13, n° 3, p. 351-371.
- François P. et Missionier-Piera F. (2007), « The Agency Structure of Loan Syndicates », *The Financial Review*, vol. 42, n° 2, p. 227-245.
- Godlewski C.J. (2007), « Les déterminants de la décision de syndication bancaire en France », *Banque & Marchés*, n° 91, p. 6-19.

- Godlewski C.J. (2008), « Determinants of Bank Loan Syndication Structures for Emerging Market Borrowers », *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, vol. 1, n° 3, p. 277-296.
- Gopalan R., Nanda V. et Yerramilli V. (2007), « Lead Arranger Reputation and the Loan Syndication Market », Working Paper.
- Gorton G.B. et Pennachi G.G. (1995), « Banks and Loan Sales: Marketing Non Marketable Assets », *Journal of Monetary Economics*, vol. 35, n° 3, p. 389-411.
- Grossman S.J. et Hart O.D. (1982), « Corporate Financial Structure and Managerial Incentives », in *The Economics of Information and Uncertainty*, University of Chicago Press, p. 123-155.
- Guigou J.D. et Vilanova L. (1999), « Les vertus du financement bancaire : Fondements et limites », *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 2, n° 2, p. 97-133.
- Hart O.D. (1995), *Firms, Contracts, and Financial Structure*, Oxford University.
- Holmstrom B. et Tirole J. (1997), « Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector », *Quarterly Journal of Economics*, vol. 112, n° 3, p. 663-691.
- Jimenez G. et Saurina J. (2004), « Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk », *Journal of Banking and Finance*, vol. 28, n° 9, p. 2191-2212.
- Jones J. D., Lang W. W. et Nigro P. J. (2005), « Agent Behavior in Bank Loan Syndications », *Journal of Financial Research*, vol. 28, n° 3, p. 385-402.
- Lee S.W. et Mullineaux D.J. (2004), « Monitoring, Financial Distress, and the Structure of Commercial Lending Syndicates », *Financial Management*, vol. 33, n° 3, p. 107-130.
- Lobez F. et Statnik J.-C. (2003), « The Informative Contents of Bank Debt Concentration », Lille School of Management Research Center, Working Paper.
- Myers S. (1977), « Determinants of Corporate Borrowing », *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n° 2, p. 147-175.
- Panyagometh K. et Roberts G.S. (2009), « Do Lead Banks Exploit Syndicate Participants? Evidence from *Ex Post* Risk », *Financial Management*, à paraître.
- Pennachi G. (1998), « Loan Sales and the Cost of Bank Capital », *Journal of Finance*, vol. 43, n° 3, p. 375-396.
- Pichler P. et Wilhelm W. (2001), « A Theory of the Syndicate: Form Follows Function », *Journal of Finance*, vol. 56, n°6, p. 2237-2264.

Ross D. (2007), « The 'Dominant Bank Effect': How High Lender Reputation Affects The Information Content and Terms of Bank Loans », Working Paper.

Ross S. (1977), « The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach », *Bell Journal of Economics*, vol. 8, n° 1, p. 23-40.

Sufi A. (2007), « Information Asymmetry and Financing Arrangements: Evidence from Syndicated Loans », *Journal of Finance*, vol. 62, n° 2, p. 629-668.

Thomson Financial (2007), *Syndicated Loans Review*, Thomson.

Tykvova T. (2007), « Who Chooses Whom? Syndication, Skills and Reputation », *Review of Financial Economics*, vol. 16, n° 1, p. 5-28.

Weill L. et Godlewski C.J. (2006), « Does Collateral Help Mitigate Adverse Selection ? A Cross-Country Analysis », Laboratoire de Recherche en Gestion et Economie (LaRGE), Working Paper, 2006-02.

Yosha O. (1995), « Information Disclosure Costs and the Choice of Financing Source », *Journal of Financial Intermediation*, vol. 4, n° 1, p. 3-20.

Annexe 1 – *Banques chefs de file figurant dans la League Table (LPC, Reuters) Monde et Europe sur la période 2003-2006**.

ABN Amro ; Bank of America ; Barclays ; BNP Paribas ; Calyon ; Citigroup ; Deutsche Bank ; Dresdner Bank ; HSBC ; ING ; JP Morgan ; Merrill Lynch ; Mitsubishi Financial Group ; Royal Bank of Scotland ; Société Générale ; Sumitomo Mitsui Banking Corporation.

*L'appartenance à la *League Table* est conditionnée par le volume et le nombre de prêts syndiqués émis.

Annexe 2 – Distribution des pays d’origine des prêteurs.

Pays	N	Fréquence	Pays	N	Fréquence
Allemagne	280	10,74	Islande	6	0,23
Argentine	2	0,08	Italie	108	4,14
Australie	22	0,84	Japon	76	2,92
Autriche	6	0,23	Luxembourg	16	0,61
Belgique	48	1,84	Maroc	1	0,04
Canada	53	2,03	Norvège	2	0,08
Chine	15	0,58	Pays-Bas	160	6,14
Danemark	4	0,15	Portugal	4	0,15
Espagne	100	3,84	Roumanie	3	0,12
France	1105	42,39	Royaume-Uni	198	7,59
Hong Kong	56	2,15	Suisse	35	1,34
Irlande	19	0,73	États-Unis	286	10,97

Annexe 3 – Représentation en trois dimensions de la matrice des interactions entre les prêteurs.

Ce graphique est une représentation en surface 3 D de la matrice des interactions entre les différents prêteurs dans le cadre de *deals*. 210 prêteurs sont répertoriés dans l’échantillon. Le nombre d’interactions entre 2 prêteurs distincts figure en ordonnée.

