

FARGO - Centre de recherche en Finance, ARchitecture  
et Gouvernance des Organisations (LEG- Université de Bourgogne)

Cahier du FARGO n° 1040601

**Peut-on expliquer l'amplitude des primes d'acquisition ?  
Le cas des entreprises de haute technologie cotées au Nasdaq.**

**Alain SCHATT\***

*Université de Franche-Comté et LEG/FARGO Dijon*

**Antonios MPASINAS\*\***

*Université de Mons-Hainaut*

**Résumé :**

L'objet de ce travail est de vérifier si la prime payée par les acquéreurs est fonction de leur stratégie. Notre étude empirique porte sur 237 acquisitions d'entreprises évoluant dans des secteurs de haute technologie, cotées au NASDAQ, entre mars 1997 et mars 2003. Nous ne confirmons pas l'hypothèse d'une prime plus faible en cas de diversification internationale ou de diversification des activités.

**Abstract :**

In this paper, we test the relation between the premium paid by bidders and their strategy, on a sample of 237 acquisitions of high-tech targets, quoted on the NASDAQ, between march 1997 and march 2003. We do not confirm that bidders paid a lower premium when they diversify their activities or their markets.

**Mots-clés :**

Prime d'acquisition – Diversification – Haute Technologie – Moyen de paiement.

**Keywords :**

Premium – Diversification – High tech – Mean of payment

**Correspondance :**

* Alain SCHATT UFR SJEFG Avenue de l'observatoire 25030 Besançon cedex France E-mail : alain.schatt@univ-fcomte.fr	** Antonios MPASINAS Université de Mons-Hainaut Chercheur PAI Centre de Recherche Warocqué Belgique E-mail : mpasinas@hotmail.com
---	--

Les auteurs remercient les deux rapporteurs de la revue pour leurs suggestions constructives. Ils remercient également les participants du séminaire du PRISM (Paris 1) et du congrès de Juricomptabilité et de Gouvernance de Montréal pour leurs commentaires. Les auteurs restent, bien évidemment, seuls responsables de toutes les imperfections qui subsistent.

## **Peut-on expliquer l'amplitude des primes d'acquisition ?**

### **Le cas des entreprises de haute technologie cotées au Nasdaq.**

Les entreprises évoluant dans des secteurs de haute technologie, caractérisées par une part élevée d'actifs intangibles, jouent un rôle considérable dans le développement économique actuel. Au cours des dix dernières années, de telles entreprises se sont introduites massivement en bourse à travers le monde (Ginglinger, 2001). Le NASDAQ a accueilli ces entreprises aux Etats-Unis et les autorités boursières européennes ont créé de nouveaux compartiments de marché, pour permettre à une multitude de jeunes entreprises d'accéder au marché boursier. On a ainsi vu apparaître, par exemple, le *Nouveau Marché* en France, le *Neuer Market* en Allemagne ou le *Nuovo Mercato* en Italie.

Parallèlement aux introductions en bourse, de très nombreuses entreprises évoluant dans des secteurs de haute technologie ont été impliquées dans des opérations de fusions et acquisitions au cours de cette même période (Kohers et Kohers, 2000). Dans ce travail, nous nous focalisons sur la prime payée lors de l'acquisition d'entreprises cibles évoluant dans ces secteurs. Dans la mesure où le lancement de telles opérations nécessite un travail complexe d'évaluation des gains anticipés par l'acquéreur, nous cherchons notamment à vérifier si l'amplitude de la prime payée dépend de la stratégie poursuivie par l'acquéreur.

Cette étude, qui se focalise sur la prime payée par les acquéreurs, est originale pour les deux raisons suivantes. D'une part, les travaux en finance portant sur les acquisitions d'entreprise s'intéressent principalement à la réaction du marché financier à l'annonce de ces opérations, ainsi qu'aux performances financières à long terme (Datta et al., 1992 ; Mitchell et Stafford, 2000). Autrement dit, les chercheurs se sont essentiellement préoccupés de l'incidence de ces acquisitions sur la valeur des entreprises cibles et acquéreuses. Le point de vue des dirigeants des entreprises acquéreuses, qui déterminent le montant de la prime d'acquisition à payer aux actionnaires de la cible pour les inciter à céder leurs actions, n'a pas fait à ce jour l'objet d'études approfondies<sup>1</sup>.

D'autre part, cette étude se focalise sur les entreprises évoluant dans des secteurs de haute technologie, qui s'avèrent très spécifiques par rapport aux entreprises évoluant dans des secteurs d'activité plus traditionnels et pour lesquelles l'évaluation des gains résultant de

---

<sup>1</sup> Quelques rares études abordent la question des déterminants de la prime. Récemment, Anderson et Dyl (2004) se sont par exemple intéressés aux déterminants de la prime payée par des entreprises qui lancent une offre publique sur leurs propres actions.

l'acquisition apparaissent significativement plus complexes à évaluer. Ce travail s'inscrit donc, au moins partiellement, dans le débat actuel sur les difficultés d'évaluation de ces entreprises, qui a gagné en intensité depuis l'éclatement de la bulle Internet en mars 2000.

Notre étude empirique porte sur 237 entreprises cotées au Nasdaq, ayant été la cible d'une acquisition entre mars 1997 et mars 2003. Contrairement à nos anticipations, nous constatons que la stratégie mise en oeuvre par l'acquéreur ne permet pas d'expliquer l'amplitude des primes payées. Ces dernières semblent essentiellement liées au mode de paiement. Dans la mesure où notre modèle ne permet pas d'expliquer de façon satisfaisante la prime payée par l'acquéreur, nous sommes tentés de mettre en doute la capacité des dirigeants à acquérir des entreprises pour satisfaire les intérêts de leurs actionnaires.

Cet article est structuré de la façon suivante. La première section est consacrée au cadre d'analyse et au développement des hypothèses. Notre méthode d'investigation est exposée dans une seconde section. Nos résultats sont présentés et discutés dans une troisième section. Enfin, nous synthétisons nos résultats et concluons dans une dernière section.

## **1. Le cadre d'analyse**

Lorsque une entreprise acquéreuse souhaite prendre le contrôle d'une entreprise cible, il est nécessaire de payer une prime pour inciter les actionnaires de l'entreprise cible à céder leurs actions. Si les dirigeants de l'entreprise acquéreuse gèrent leur entreprise conformément aux intérêts de leurs actionnaires, alors on devrait constater que cette prime croît avec les gains espérés. Autrement dit, si les synergies espérées sont importantes, ou si l'opération permet d'accroître le pouvoir de marché du nouveau groupe constitué, alors la prime payée devrait être plus élevée.

En revanche, la prime payée n'est pas fonction des gains anticipés par l'entreprise acquéreuse dans les deux cas suivants. Premièrement, s'il existe des conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise acquéreuse, alors la prime payée peut refléter les gains espérés par les dirigeants (évolution de leur rémunération, si celle-ci est liée à la taille de l'entreprise, etc.), mais elle peut être déconnectée de la valeur créée pour les actionnaires. Deuxièmement, si les conséquences de l'opération sont particulièrement complexes à évaluer, alors la prime payée peut également être déconnectée des gains espérés.

Bien que la littérature sur les acquisitions d'entreprises soit abondante, très peu de travaux ont tenté de vérifier l'existence d'une relation positive entre la prime payée et les

gains anticipés par les dirigeants de l'entreprise acquéreuse. Les études empiriques ont principalement pour objet d'expliquer l'évolution à court terme et à long terme de la valeur des entreprises acquérees et cibles. Ces travaux ont notamment permis de mettre en évidence que la valeur des entreprises cibles augmente à l'annonce d'une telle opération, mais l'impact sur la valeur des entreprises acquérees est généralement quasiment nul (Jensen et Ruback, 1983, Husson, 1990 ; Datta et al., 1992 ; Pécherot, 2000, 2002).

Si l'on admet que les investisseurs sont confrontés à un problème informationnel - ils sont moins bien informés sur les caractéristiques et la rentabilité des projets d'investissement que les dirigeants de l'entreprise acquéreuse -, il est tout à fait concevable que les gains espérés par les investisseurs ne traduisent que très imparfaitement ceux espérés par les dirigeants. Pour cette raison, l'étude approfondie de la prime payée s'avère pertinente.

Pour vérifier l'existence d'une relation positive entre la prime et les gains anticipés, il est nécessaire d'estimer ces derniers. Il est possible de contourner cette difficulté en approximant ces gains à l'aide de divers facteurs. En particulier, on peut penser que les entreprises s'engageant dans une stratégie de diversification réalisent des gains plus faibles que celles qui s'engagent dans une stratégie de spécialisation.

C'est l'analyse de la vague de diversification des activités (création de conglomérats), au cours des années 60 et 70, qui a conduit de nombreux chercheurs (Levy et Sarnat, 1970 ; Amihud et Lev, 1981 ; Martin et Sayrak, 2003) à discuter de l'intérêt pour les actionnaires d'une stratégie de diversification. Les principales critiques adressées à ces opérations sont les suivantes. D'une part, les actionnaires ont la possibilité de diversifier leur propre portefeuille, de façon plus efficiente, pour bénéficier des avantages associés à la diversification. D'autre part, il apparaît qu'en cas de diversification, l'accroissement du pouvoir de marché des entreprises ou les synergies réalisées, liées à la proximité des activités, sont très faibles et engendrent donc une moindre création de valeur. De nombreuses études empiriques (Lang et Stulz, 1994 ; Berger et Ofek, 1995 ; Servaes, 1996) ont d'ailleurs confirmé l'idée selon laquelle les entreprises diversifiées sont moins bien valorisées (car moins performantes) que les entreprises ayant décidé de se spécialiser. De plus, le marché financier réagit généralement très favorablement à l'annonce d'opérations de recentrage sur le métier de base (Comment et Jarrell, 1995), confirmant l'idée de gains supérieurs en cas de spécialisation des activités.

Dans une étude récente, Denis et al. (2002) ont avancé que les dirigeants des entreprises américaines ont eu tendance à se recentrer sur leur métier de base au cours des 20 dernières années, mais ils se sont également engagés dans une nouvelle forme de

diversification en s'internationalisant. En effet, ces auteurs constatent que 45 % des entreprises de leur échantillon étaient diversifiées internationalement en 1997, et elles réalisaient pratiquement un tiers de leurs ventes à l'étranger, alors qu'en 1984, seulement 21 % des entreprises étaient diversifiées et environ un cinquième de leurs ventes provenaient de l'étranger. En se fondant sur les mêmes arguments que ceux utilisés pour la diversification des activités, Denis et al. (2002) confirment que le marché financier applique également une décote, synonyme d'une moindre performance, aux entreprises qui se sont diversifiées internationalement.

*In fine*, si les dirigeants de l'entreprise acquéreuse cherchent à satisfaire leurs actionnaires, alors on devrait constater que la prime payée pour acquérir les actions d'une cible devrait être plus faible lorsque l'acquéreur s'engage dans une stratégie de diversification, qu'il s'agisse de diversification des activités ou de diversification internationale. Par ailleurs, il est probable que des dirigeants d'entreprises extérieures aux secteurs d'activité des cibles éprouvent de plus grandes difficultés pour évaluer les entreprises cibles, ce qui devrait également limiter la prime payée. Ce problème d'évaluation est d'autant plus crucial que les cibles évoluent dans des secteurs d'activité spécifiques, tels que les secteurs de haute technologie. Ces arguments nous conduisent donc à poser l'hypothèse suivante :

H1 : La prime payée est plus faible lorsque l'acquéreur se diversifie (diversification des activités ou diversifications internationale).

## **2. La méthode d'investigation**

Avant de présenter les résultats de nos différents tests, nous décrivons notre méthode de sélection de l'échantillon et nous définissons nos différentes variables.

### **2.1. L'échantillon**

Pour constituer notre échantillon, nous avons identifié toutes les fusions et acquisitions effectuées sur le NASDAQ entre mars 1997 et mars 2003 (soit trois ans avant et trois ans après l'éclatement de la bulle Internet), à partir de la base de données *SDC Thomson Financials*. Les opérations retenues répondent aux critères suivants :

(1) Les entreprises cibles évoluent dans un secteur de haute technologie. Puisqu'il n'existe actuellement pas de consensus sur la définition de ces secteurs, nous avons retenu toutes les entreprises appartenant à l'un des trois indices suivants<sup>2</sup> : *NASDAQ Computer* (SIC 3571 à 3577 et 7371 à 7379) ; *NASDAQ Telecommunications* (SIC 4812 à 48999) ; *NASDAQ Biotechnology* (SIC 2833 à 2836). Le point commun entre les entreprises évoluant dans ces secteurs d'activité réside, d'une part, dans la part importante d'actifs intangibles (capital humain, etc.), d'autre part, dans l'existence de fortes opportunités de croissance.

(2) Le montant minimum de la transaction s'élève à 100 millions de dollars.

(3) Il ne s'agit pas d'une opération financière « spécifique » : par exemple, les LBO n'ont pas été pris en compte, de même que les (rares) opérations hostiles caractérisées par des surenchères (acquéreurs multiples).

Au total, 237 opérations répondent à ces critères. La répartition des opérations par secteur et par année est indiquée dans le tableau 1. Nous constatons que sur les 237 opérations recensées, la majorité d'entre elles (70,9 % des cas) concernent des cibles évoluant dans le secteur de l'informatique. Par ailleurs, nous remarquons que plus de la moitié des opérations a été réalisée en 1999 et 2000, c'est-à-dire pendant une période où ces entreprises étaient fortement valorisées par le marché financier.

**Tableau 1.**  
**Répartition des opérations par année et par secteur**

Année	Total	%	Informatique	Télécom.	Biotechnologies
1997	13	5,5%	9	4	0
1998	35	14,8%	24	7	4
1999	54	22,8%	34	13	7
2000	67	28,3%	50	9	8
2001	38	16,0%	30	5	3
2002	21	8,9%	16	2	3
2003	9	3,8%	5	0	4
Total	237	100,0%	168 (70,9%)	40 (16,9%)	29 (12,2%)

La valeur des transactions est indiquée dans le tableau 2, à titre d'information. Nous constatons que le montant total payé par l'acquéreur s'élève en moyenne à plus de 1,4 milliards de dollars, mais il existe également une forte dispersion au niveau des transactions, puisque le montant médian est égal à 431,5 millions de dollars.

<sup>2</sup> Notre définition du secteur de haute-technologie est plus limitée que celle de Kohers et Kohers (2000), qui incluent également le secteur pharmaceutique/médical et celui de la défense.

Une analyse par secteur met en évidence que les transactions dans le secteur des télécommunications sont significativement plus importantes que celles des deux autres secteurs. En effet, le montant moyen dans le secteur des télécommunications est proche de 3 milliards de dollars et le montant médian excède 1,3 milliards de dollars. Dans le secteur des biotechnologies le montant moyen et le montant médian sont presque deux fois plus faibles (respectivement 1538,9 et 594,4 millions de dollars), et dans le secteur de l'informatique ces montants sont trois fois plus faibles (respectivement 1062 et 355,8 millions de dollars).

## **2.2. Les variables**

### ***2.2.1. La variable expliquée : la prime d'acquisition.***

Nous avons retenu deux mesures de la prime d'acquisition. La première (PRIME4) compare le prix payé par l'acquéreur avec le prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce. PRIME4 est calculée ainsi :  $(\text{prix payé} - \text{prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce}) / (\text{prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce})$ .

Les résultats fournis dans le tableau 2 montrent que cette prime s'élève en moyenne à 62,60 %, sachant que dans un cas sur deux cette prime s'élève à plus de 52,7 %. Elle apparaît plus élevée dans le secteur de l'informatique (68 % en moyenne) en comparaison de celle des secteurs des biotechnologies (53 %) et des télécommunications (46,7 %).

Nous avons également retenu une seconde mesure (PRIME1), qui est calculée sur un intervalle de temps plus court. Le prix de référence est le prix de l'action de l'entreprise cible une semaine avant la date d'annonce. PRIME1 est égale à :  $(\text{prix payé} - \text{prix de la cible une semaine avant la date d'annonce}) / (\text{prix de la cible une semaine avant la date d'annonce})$ . La prime est globalement plus faible avec cette seconde mesure : elle est égale à 46,6 % en moyenne (la médiane est égale à 41,1 %), sachant que la prime payée dans le secteur de l'informatique reste supérieure à celle payée dans les deux autres secteurs.

La différence constatée entre les deux variables PRIME1 et PRIME4 met en évidence que le prix des actions de l'entreprise cible a augmenté entre la quatrième et la dernière semaine précédant l'annonce de l'acquisition. Il est probable que cette augmentation du prix des actions soit le résultat de rumeurs sur le marché financier au cours des semaines précédant l'acquisition.

**Tableau 2.**  
**Statistiques descriptives**

L'échantillon comprend 237 acquisitions de cibles évoluant dans un secteur de haute technologie cotées au NASDAQ, réalisées entre mars 1997 et mars 2003.

Les variables sont définies de la façon suivante : VALUE est le montant de la transaction exprimée en millions de dollars ; PRIME4 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce)/(prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce) ; PRIME1 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible une semaine avant la date d'annonce)/(prix de la cible une semaine avant la date d'annonce) ; DIVSECT est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur diversifie ses activités et égale à 0 sinon ; DIVINT est une variable dichotomique égale à 1 si la nationalité de la cible est différente de celle de l'acquéreur et égale à 0 sinon ; STOCK est le moyen de paiement de l'opération ; RENTA est la rentabilité économique de la cible au cours de l'année précédant l'opération, égale au résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif ; MARKET est une variable dichotomique égale à 1 si l'opération est effectuée pendant que le marché est haussier et égale à 0 sinon.

	Total	Informatique	Télécom.	Biotechnologies
Nombre d'observations	237	168	40	29
<u>VALUE</u>				
Moyenne	1415,5	1062,0	2810,6	1538,9
Médiane	431,5	355,8	1303,2	594,4
Ecart-type	2956,0	2154,8	4823,3	3163,3
<u>PRIME4</u>				
Moyenne	62,6%	68,1%	46,7%	53,1%
Médiane	52,7%	55,8%	36,6%	50,6%
Ecart-type	54,5%	58,5%	44,2%	34,9%
<u>PRIME1</u>				
Moyenne	46,6%	50,3%	34,2%	41,6%
Médiane	41,1%	42,4%	31,7%	40,7%
Ecart-type	39,3%	41,3%	34,9%	28,4%
<u>DIVSECT</u>				
OUI	31,6%	38,7%	17,5%	10,3%
NON	68,4%	61,3%	82,5%	89,7%
<u>DIVINT</u>				
OUI	13,1%	12,5%	7,5%	24,1%
NON	86,9%	87,5%	92,5%	75,9%
<u>STOCK</u>				
Echange d'actions	54,0%	59,5%	37,5%	44,8%
Numéraire	23,6%	27,4%	7,5%	24,1%
Mixte	22,4%	13,1%	55,0%	31,0%
<u>RENTA</u>				
Moyenne	-33,27%	-9,45%	-142,22%	-20,94%
Médiane	-3,94%	-4,02%	-2,83%	-3,58%
Ecart-type	357,71%	24,95%	869,44%	36,96%
<u>MARKET</u>				
Marché haussier	52,3%	48,8%	77,5%	37,9%
Marché baissier	47,7%	51,2%	22,5%	62,1%

## 2.2.2. Les déterminants de la prime

### - La stratégie de diversification

La stratégie de diversification (des activités et/ou internationale), censée avoir un effet négatif sur la prime payée en raison notamment de moindres synergies et d'un moindre accroissement du pouvoir de marché de l'acquéreur, est appréhendée à l'aide de deux variables. DIVSECT permet d'apprécier la diversification des activités de l'acquéreur. Il s'agit d'une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur se diversifie, c'est-à-dire si son code SIC est différent de celui de la cible, et égale à zéro dans le cas contraire. Il apparaît que l'opération permet aux acquéreurs de se diversifier dans 75 cas, soit dans presque un tiers des opérations. Ce chiffre peut paraître élevé dans la mesure où les entreprises se sont engagées dans un mouvement important de recentrage sur leur activité (ou métier) de base. Il s'explique probablement par le fait que les entreprises évoluant dans des secteurs de haute technologie (disposant de fortes opportunités de croissance) sont très attrayantes pour des entreprises évoluant dans des secteurs d'activité à maturité. Par ailleurs, les opérations de diversification se retrouvent essentiellement dans le secteur de l'informatique (38,7% des cas), alors qu'elles sont peu importantes dans le secteur des biotechnologies (10,3% des cas) et des télécommunications (17,5 % des cas).

La seconde variable de diversification (DIVINT) permet de prendre en compte la diversification internationale des acquéreurs. Il s'agit également d'une variable dichotomique, égale à 1 si l'acquéreur se diversifie internationalement, c'est-à-dire si la nationalité de la cible est différente de celle de l'acquéreur, et égale à zéro dans le cas contraire.

Seules 31 opérations, soit 13,1 % des cas, correspondent à des opérations de diversification internationale. La majeure partie des opérations étudiées concerne donc des entreprises acquéreuses et cibles américaines. Contrairement aux résultats mis en évidence pour la diversification des activités, la diversification internationale est essentiellement présente dans le secteur des biotechnologies (environ un quart des cas), alors qu'elle est relativement faible dans les deux autres secteurs.

Le tableau 3 fournit des indications supplémentaires sur la stratégie de diversification des entreprises acquéreuses. Nous constatons que l'opération ne constitue pas une opération de diversification dans 60,4%. Dans les autres cas, il y a une diversification des activités et/ou une internationalisation.

**Tableau 3.**  
**Répartition des opérations selon la stratégie de l'acquéreur**

L'échantillon comprend 237 acquisitions de cibles évoluant dans un secteur de haute technologie cotées au NASDAQ, réalisées entre mars 1997 et mars 2003.

	Diversification des activités	Pas de diversification des activités	Total
Internationalisation	12 (5,1 %)	19 (8,0 %)	31 (13,1%)
Pas d'internationalisation	63 (26,5 %)	143 (60,4 %)	206 (86,9 %)
<b>TOTAL</b>	<b>75</b> <b>(31,6 %)</b>	<b>162</b> <b>(68,4 %)</b>	<b>237</b> <b>(100 %)</b>

Pour vérifier si la stratégie de l'acquéreur exerce une influence sur la prime payée, nous retenons également diverses variables de contrôle.

*- Le moyen de paiement*

De nombreux travaux se sont intéressés au moyen de paiement pour expliquer la valeur créée par les acquisitions d'entreprises. Les résultats empiriques sont les suivants : le marché financier valorise plus fortement les entreprises cibles et acquéreuses lorsque les titres sont acquis contre du numéraire. En revanche en cas d'échange d'actions, les rentabilités anormales cumulées sont négatives pour les entreprises acquéreuses et les entreprises cibles sont moins fortement valorisées.

D'un point de vue théorique, ces résultats s'expliquent notamment par un effet d'information (Eckbo et al., 1990). Les entreprises qui payent en numéraire, c'est-à-dire acceptant de se défaire d'une partie de leur trésorerie, signalent aux investisseurs que le projet est rentable. En revanche, l'échange d'actions ne véhicule pas une information positive sur la qualité du projet.

Si l'on s'intéresse à la prime payée par l'acquéreur, et non pas à la réaction du marché financier, l'incidence du moyen de paiement sur la prime est ambiguë. D'une part, le paiement en numéraire des actions de la cible entraîne le paiement (immédiat) par les actionnaires de la cible d'un impôt sur les plus-values, ce qui n'est pas le cas si le paiement est effectué par échange d'actions. On peut donc anticiper pour la prime payée par les acquéreurs est plus élevée en cas de paiement en numéraire pour tenir compte de ce coût fiscal, c'est-à-dire pour dédommager les actionnaires qui cèdent leurs titres. D'autre part, on peut également avancer

que le paiement des actions de la cible par échange d'actions permet de réaliser des opérations à « bon marché », en particulier lorsque les titres de l'acquéreur sont surévalués, comme le met par exemple en évidence l'analyse comportementale récente de Shleifer et Vishny (2003). Ainsi, les acquéreurs peuvent accepter de payer une prime plus élevée en cas de paiement par échange de titres, encourageant de fait les actionnaires de la cible à céder leurs titres<sup>3</sup>.

Pour vérifier si le moyen de paiement est lié à la prime d'acquisition, nous distinguons trois types de paiement : le paiement en numéraire, le paiement par échange d'actions et le paiement mixte (simultanément échange d'actions et numéraire). Les résultats fournis dans le tableau 2 montrent que dans 54 % des cas, le paiement s'effectue par échange d'actions. Ce résultat est similaire à celui obtenu par Andrade et al. (2001) sur un échantillon plus important d'acquisitions. Le paiement en numéraire concerne moins d'un quart des opérations.

Des différences sont cependant constatées entre les trois secteurs. En particulier, nous remarquons dans le secteur des télécommunications que le paiement en numéraire est peu important (7,5 % des cas) : dans la majorité des cas il y a un paiement mixte. Compte-tenu de ces résultats, nous retenons une variable dichotomique STOCK égale à 1, si le paiement est effectué par échange d'actions, est égale à zéro dans le cas contraire.

#### *- La performance de la cible*

Le gain espéré par un acquéreur peut également dépendre de la performance préalable de la cible. En effet, si ces dernières sont peu performantes, l'entreprise acquéreuse a la possibilité de procéder à diverses restructurations, susceptibles de générer une « forte » rentabilité à court terme. Ainsi, nous anticipons que la prime payée par l'acquéreur décroît avec la performance préalable de la cible. Cette relation peut également s'expliquer par le fait qu'un acquéreur n'est pas encouragé à payer une prime très élevée pour une entreprise très performante, parce que son gain marginal serait (relativement) plus faible<sup>4</sup>.

Nous utilisons une mesure de rentabilité économique RENTA, égale au résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif, pour mesurer la performance de la cible<sup>5</sup>. Nous

---

<sup>3</sup> Les auteurs remercient les rapporteurs pour leurs suggestions ayant trait à l'incidence des moyens de paiement sur la prime payée par l'acquéreur.

<sup>4</sup> Nous considérons (implicitement) que les entreprises performantes sont bien valorisées par le marché financier. Si ce n'était pas le cas, c'est-à-dire si la valeur de marché d'une entreprise cible performante était très faible, alors la prime payée pourrait être élevée.

<sup>5</sup> Cette mesure est retenue dans un très grand d'études anglo-saxonnes et françaises. Selon Charreaux (2001), il est cependant plus pertinent de mesurer la rentabilité économique par le rapport entre le résultat économique et

remarquons que les rentabilités des entreprises de notre échantillon sont négatives : la moyenne est égale à -33,27 % (mais la médiane n'est en revanche que légèrement négative, ce qui permet de conclure à une forte disparité). Ce résultat ne doit cependant pas nous étonner, en raison de la relative jeunesse d'un grand nombre d'entreprises évoluant dans ces secteurs d'activité, caractérisées par un chiffre d'affaires relativement faible mais en forte croissance, avec des coûts et des investissements importants, ayant pour conséquence l'enregistrement de pertes comptables dans de nombreux cas.

#### *- Les conditions de marché*

Enfin, les conditions du marché financier peuvent expliquer le montant de la prime payée. Lorsque le marché est haussier, c'est-à-dire si les investisseurs (et les dirigeants) sont confiants sur les perspectives de croissance de l'économie, alors la prime payée par les acquéreurs devrait, toutes choses égales par ailleurs, être plus élevée. En revanche, lorsque que le marché financier est baissier, la rentabilité perçue des projets est globalement plus faible, ce qui devrait avoir pour conséquence le paiement de prime d'acquisition plus faible. Nous anticipons donc une relation positive entre la prime payée par l'acquéreur et la hausse du marché financier.

La dernière variable introduit dans l'analyse est dénommée MARKET. Il s'agit d'une variable dichotomique, égale à 1 si le marché est haussier, c'est-à-dire si les perspectives de croissance de l'économie sont jugées importantes, et égale à zéro dans le cas contraire. Pour la période d'étude retenue, nous considérons qu'il est possible de distinguer deux sous-périodes. La première débute en mars 1997 et se termine en mars 2000. La seconde sous-période débute en mars 2000, ce qui correspond à la date d'éclatement de la bulle Internet, et se termine en mars 2003. Sur les 237 opérations étudiées, 124 sont effectuées au cours de la première sous-période et 113 opérations ont eu lieu au cours de la seconde sous-période.

---

l'actif économique. Dans ce travail, nous considérons que les diverses mesures de rentabilité économique généralement utilisées, basées sur des données comptables, ne constituent dans tous les cas qu'une approximation de la véritable rentabilité économique des entreprises.

### 3. Les résultats

#### 3.1. Les analyses univariée et bivariée

Nous procédons dans une première étape à des tests de différence de moyenne (test paramétrique – test de Student – et test non paramétrique – test de Mann Whitney<sup>6</sup>), pour mettre en évidence l'existence de primes différentes selon que l'acquisition constitue une diversification ou non. Les résultats sont fournis dans l'annexe A. Nous procédons, en parallèle, à l'analyse des corrélations entre les diverses variables, afin de juger du sens et de l'intensité des relations entre la prime payée par les acquéreurs et les différents déterminants identifiés. Les résultats sont fournis dans l'annexe B. Ces différents traitements statistiques permettent de tirer les principales conclusions suivantes.

Nous constatons que les deux mesures retenues pour calculer la prime sont très fortement corrélées entre elles, et les relations entre ces deux mesures et les autres variables prises en compte dans l'étude sont tout à fait similaires. Autrement dit, le choix de l'une ou l'autre mesure ne semble pas influencer significativement les résultats. Cela nous conduit à n'utiliser que la variable dénommée PRIME4 pour nos régressions linéaires, pour des raisons d'encombrement, et parce que PRIME1 prend probablement au moins partiellement en compte des informations relatives à l'acquisition (rumeurs).

La stratégie de diversification de l'acquéreur influence positivement la prime, mais ce résultat contraire à nos anticipations n'est pas statistiquement significatif. Ainsi, les entreprises qui se diversifient, quel que soit le mode de diversification (des activités ou internationalisation), ne payent pas une prime plus faible en raison d'un moindre accroissement du pouvoir de marché ou de moindres synergies. Notre hypothèse n'est donc pas vérifiée.

En cas de paiement par action la prime est significativement plus élevée, ce qui ne nous permet pas de confirmer l'idée selon laquelle les dirigeants paient une prime plus faible pour des raisons fiscales. En fait, il est possible que les dirigeants acceptent de payer une prime plus élevée, lorsqu'ils paient par échange d'actions, parce que l'impact sur le risque de défaillance de leur entreprise est relativement plus faible et parce que ces opérations sont

---

<sup>6</sup> Nous effectuons les deux types de test, sachant que le test paramétrique, qui repose sur une hypothèse de normalité des distributions, est le test le plus puissant. Il faut noter que tous les résultats des tests de notre étude convergent.

réalisées à « bon marché » lorsque les entreprises sont surévaluées (Shleifer et Vishny, 2003).

Cette relation entre la prime et le mode de paiement permet d'ailleurs d'expliquer, au moins partiellement, pourquoi le marché financier réagit plus négativement à l'annonce d'acquisition financée par échange d'actions. Puisque la prime est supérieure, la valeur actuelle nette du projet est plus faible, et le marché financier modifie ses anticipations en conséquence. Enfin, les deux autres variables - la performance économique de la cible et les conditions de marché - n'influencent pas significativement le montant de la prime payée par l'acquéreur.

Ces divers résultats doivent cependant être interprétés avec une certaine prudence, parce qu'il existe d'importantes spécificités au niveau des trois secteurs retenus pour cette étude. Par exemple, dans le secteur des télécommunications, la prime est significativement plus faible que dans les deux autres secteurs. Par ailleurs, dans le secteur de l'informatique, la prime est plus élevée, mais on constate également qu'il y a plus de diversification d'activité et que le paiement par échange d'actions est plus fréquent. Nous prenons en compte ces spécificités sectorielles dans notre analyse multivariée.

### **3.2. L'analyse multivariée**

Pour vérifier nos différentes prédictions, et pour tenir compte des spécificités sectorielles discutées précédemment, nous effectuons quatre régressions linéaires. Ces régressions, figurant dans le tableau 4, présentent respectivement les résultats pour l'échantillon total et pour les trois secteurs d'activité retenus : informatique, télécommunications et biotechnologies.

La première régression, qui porte sur 237 opérations étudiées met en évidence que la prime est significativement plus élevée en cas de paiement par échange d'actions des titres achetés aux actionnaires de l'entreprise cible. En revanche, les autres variables ne sont pas significatives. Ce modèle n'apparaît globalement pas très pertinent puisque le coefficient de détermination est proche de 4 % et le test de Fisher n'est pas statistiquement significatif. Nous pouvons donc conclure que la prime d'acquisition ne peut pas être expliquée de façon satisfaisante à l'aide de notre modèle. Cela étant, ce résultat décevant résulte des spécificités sectorielles.

Pour le secteur des biotechnologies, le moyen de paiement n'exerce pas une influence positive sur la prime. Il en est de même dans le secteur de l'informatique. Dans ce dernier, on

constate que la prime décroît significativement, conformément à nos prédictions, avec la performance des entreprises cibles. Cela étant, dans ces deux secteurs, le coefficient de détermination reste faible et le test de Fisher n'est toujours pas significatif.

**Tableau 4.**  
**Résultats des régressions linéaires permettant d'expliquer la prime payée.**

L'échantillon comprend 237 acquisitions de cibles évoluant dans un secteur de haute technologie cotées au NASDAQ, réalisées entre mars 1997 et mars 2003.

Les variables sont définies de la façon suivante : PRIME4 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce)/(prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce) ; PRIME1 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible une semaine avant la date d'annonce)/(prix de la cible une semaine avant la date d'annonce) ; DIVSECT est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur diversifie ses activités et égale à 0 sinon ; DIVINT est une variable dichotomique égale à 1 si la nationalité de la cible est différente de celle de l'acquéreur et égale à 0 sinon ; STOCK, le moyen de paiement de l'opération, est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur paie par échange d'actions et égale à 0 sinon ; RENTA est la rentabilité économique de la cible au cours de l'année précédant l'opération, égale au résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif ; MARKET est une variable dichotomique égale à 1 si l'opération est effectuée pendant que le marché est haussier et égale à 0 sinon.

t est la statistique de Student et p est la probabilité associée à cette statistique.

	Total	Informatique	Télécom.	Biotechnologies
Constante	0,486	0,538	-0,112	0,480
t	7,073	5,828	-0,662	4,409
p	0,000	0,000	0,512	0,000
DIVSECT	0,084	0,041	0,094	-0,279
t	1,113	0,446	0,583	-1,264
p	0,267	0,656	0,564	0,219
DIVINT	0,045	0,041	0,310	0,037
t	0,428	0,297	1,212	0,227
p	0,669	0,767	0,234	0,823
STOCK	0,191	0,120	0,470	-0,033
t	2,637	1,259	3,557	-0,194
p	0,009	0,210	0,001	0,848
RENTA	0,003	-0,413	-0,007	-0,137
t	0,266	-2,258	-0,872	-0,727
p	0,791	0,025	0,389	0,474
MARKET	0,009	0,023	0,457	0,150
t	0,129	0,243	2,774	0,871
p	0,897	0,808	0,009	0,393
r <sup>2</sup>	0,036	0,044	0,355	0,145
F	1,736	1,483	3,740	0,778
p	0,127	0,198	0,008	0,576
N	237	168	40	29

En revanche, notre modèle semble expliquer de façon relativement satisfaisante la prime payée par les entreprises acquéreuses dans le secteur des télécommunications. Le coefficient de détermination est plus grand (le  $r^2$  est égal à 35,7 %) et le test de Fisher est statistiquement significatif. Dans ce secteur, la prime est d'autant plus importante que les entreprises acquéreuses paient les titres par échange d'actions, sachant que les conditions de marché influencent également la prime : lorsque le marché est haussier, alors la prime est plus élevée.

En fin compte, il est intéressant de noter que, quel que soit le secteur de haute technologie considéré dans cette étude, la stratégie de l'acquéreur ne permet pas d'expliquer la prime payée. Cela nous conduit à conclure que le lien entre les gains anticipés par les dirigeants des entreprises acquéreuses et la prime payée aux actionnaires de l'entreprise cible semble très peu important.

Cette absence de relation positive peut résulter, soit de l'existence de conflits d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants de l'entreprise acquéreuse, soit de réelles difficultés rencontrées par les dirigeants lors de l'évaluation des entreprises cibles (problèmes cognitifs). Pour des raisons d'accès à des données sur la gouvernance des entreprises impliquées dans ces opérations (caractéristiques des conseils d'administration, structure de propriété des entreprises, etc.), il ne nous est malheureusement pas possible de conclure sur la raison de cette absence de relation.

La mise en évidence d'une sous-performance à long terme par Kohers et Kohers (2001) nous incite à avancer qu'il existe probablement des conflits d'intérêts entre actionnaires et dirigeants dans les secteurs de haute-technologie. Ces auteurs mettent en évidence une rentabilité anormale significativement négative de -37,39 % pour les 304 opérations de leur échantillon, réalisées entre janvier 1984 et décembre 1995. Celle-ci semble particulièrement élevée pour les acquéreurs caractérisés par de fortes opportunités de croissance (faible « *book to market* »), ainsi que pour les opérations réalisées dans le secteur des biotechnologies.

Cela étant, en nous basant sur l'analyse comportementale récente de Shleifer et Vishny (2003), on pourrait avancer que les dirigeants (rationnels) d'entreprises acquéreuses profitent d'une situation d'optimisme du marché pour échanger leurs titres « surévalués » contre des titres de la cible. Dans ce cas, l'acquisition est réalisée « à bon marché », même si la prime n'est pas directement liée aux gains espérés de l'opération, et l'opération s'avère malgré tout profitable à long terme pour les actionnaires de l'entreprise acquéreuse. Cette approche permet d'expliquer, d'une part, pourquoi un nombre important de dirigeants préfère un

paiement par échange d'actions (54 % des entreprises de notre échantillon), d'autre part, pourquoi les dirigeants acceptent de payer une prime plus élevée lorsqu'ils paient par échange d'actions.

Enfin, nous avons constaté qu'il existe de nombreuses disparités entre les trois secteurs retenus dans l'étude. Cela nous incite à être relativement prudent dans nos conclusions. Dans certains cas, les conditions de marché et la performance économique des entreprises cibles exercent une influence sur la prime, conformément aux anticipations, mais dans d'autres cas, le moyen de paiement semble fortement lié à la prime payée. Il semble donc difficile de procéder à des généralisations.

#### **4. Conclusion**

L'acquisition d'entreprise a donné lieu à une littérature abondante au cours des 20 dernières années. La majorité des travaux se focalise sur la réaction du marché financier à l'annonce de telles opérations et très peu d'études ont essayé de comprendre pourquoi il existe une forte amplitude des primes d'acquisition payées par les dirigeants. Cette question nous semble pourtant pertinente, si on la replace dans une problématique plus générale de gouvernement des entreprises, puisqu'elle permet de comprendre si les choix stratégiques des dirigeants sont conformes aux intérêts de leurs actionnaires.

A ce titre, notre étude empirique, qui porte sur 237 acquisitions d'entreprises effectuées entre 1997 et 2003, impliquant des sociétés cibles évoluant dans le secteur des hautes technologies, cotées au NASDAQ, fournit des informations intéressantes.

Premièrement, nous constatons que la stratégie de l'acquéreur n'influence pas le paiement de la prime. Ce résultat nous conduit à penser que les dirigeants, qui s'engagent dans de telles opérations, ne prennent pas systématiquement en compte les intérêts de leurs actionnaires. En effet, compte tenu des faibles gains associés aux stratégies de diversification, mises en évidence à de nombreuses reprises dans la littérature financière, il est extrêmement surprenant de constater que les entreprises qui se diversifient versent une prime aussi élevée que celle payée par les entreprises qui ne se diversifient pas. Ce résultat peut s'expliquer par le comportement opportuniste des dirigeants, analysée notamment dans la théorie de l'agence (Jensen et Meckling, 1976). Il est possible que les dirigeants ont une préférence pour la diversification, notamment parce que ces stratégies permettent de lisser les résultats et les flux

de liquidités de l'entreprise et, par conséquent, de réduire le risque de défaillance et le risque de perte d'emploi des dirigeants (Amihud et Lev, 1981). Des travaux ultérieurs pourraient, par exemple, s'attacher à vérifier s'il existe un lien entre la stratégie de diversification et les principaux mécanismes de gouvernance des entreprises (actionnariat des dirigeants, composition du conseil d'administration, etc.).

Deuxièmement, le fait que les dirigeants préfèrent financer en majorité les opérations par échange d'actions signalent, soit que les dirigeants de l'entreprise acquéreuse ont une confiance « limitée » dans la qualité de leurs projets, soit que les titres de leur entreprise sont surévalués et qu'ils effectuent des acquisitions à « bon marché ». Des travaux plus approfondis mériteraient d'être effectués, s'inscrivant notamment dans la lignée de la modélisation originale proposée par Shleifer et Vishny (2003) pour expliquer le choix des moyens de paiement.

De façon générale, nos résultats mériteraient d'être généralisés, en étudiant les primes payées lors d'acquisitions d'entreprises, sur d'autres périodes, sur d'autres secteurs d'activité, à l'aide d'autres facteurs explicatifs. Ces approches, qui se focalisent sur les choix des dirigeants des entreprises acquéreuses, s'avèrent complémentaires des très nombreuses études sur la valeur des protagonistes (à court terme et à long terme) et permettent – indiscutablement - de mieux comprendre pourquoi certaines opérations créent de la valeur pour les actionnaires et d'autres appauvrissent ces derniers.

## Références

- Amihud Y. et Lev B. (1981), « Risk reduction as a managerial motive for merger », *Bell Journal of Economics*, 12, automne, 605-617.
- Anderson A. et Dyl E. (2004), « Determinants of premiums on self-tender offers », *Financial Management*, spring, 25-45.
- Andrade G., Mitchell M. et Stafford E., (2001), « New evidence and perspectives on mergers », *Journal of Economic Perspectives*, 15, 103-120.
- Berger P. et Ofek E., (1995), « Diversification's effect on firm value », *Journal of Financial Economics*, 37, 1, 39-65.
- Charreaux G., 2001, *Gestion financière*, Litec.
- Comment R. et Jarrell G., (1995), « Corporate focus and stock returns », *Journal of Financial Economics*, 37, 1, 67-87.
- Datta D., Pinches G. et Naranayan V. (1992), « Factors influencing wealth creation from mergers and acquisitions : a meta-analysis », *Strategic Management Journal*, 13, 67-84.
- Denis D., Denis D. et Yost K. (2002), « Global diversification, industrial diversification and firm value », *Journal of Finance*, 57, 5, 1951-1979.
- Eckbo B., Giammarino R. et Heinkel R. (1990), « Asymmetric information and the medium of exchange in takeovers : theory and test », *Review of Financial Studies*, 3, 4, 651-675.
- Ginglinger E. (2001), « D'un cycle à l'autre », *Banque & Marchés*, 55, novembre-décembre, 6-7.
- Husson B., 1990, *La prise de contrôle d'entreprise*, Presses Universitaires de France.
- Jensen M. et Ruback R. (1983), « The market for corporate control : the scientific evidence », *Journal of Financial Economics*, 11, 1-4, 5-50.
- Kohers N. et Kohers T. (2000), « The value creation potential of high-tech mergers », *Financial Analysts Journal*, 56, 3, 40-50.
- Kohers N. et Kohers T. (2001), « Takeovers of technology firms : expectations vs reality », *Financial Management*, 30, 3, 35-54.
- Lang L. et Stulz R., (1994), « Tobin's Q, corporate diversification, and firm performance », *Journal of Political Economy*, 102, 1248-1280.
- Levy H. et Sarnat M. (1970), « Diversification, portfolio analysis and the uneasy case for conglomerate mergers », *Journal of Finance*, 25, 4, 795-802.
- Martin J. et Sayrak A. (2003), « Corporate diversification and shareholder value : a survey of recent literature », *Journal of Corporate Finance*, 9, 37-57.
- Mitchell M. et Stafford E. (2000), « Managerial decisions and long-term stock price performance », *Journal of Business*, 73, 3, 287-329.
- Pécherot B. (2000), « La performance sur longue période des acquéreurs français », *Banque & Marchés*, 46, mai-juin, 31-39.
- Pécherot B. (2002), « La méthodologie des études d'événement sur longue période », *Banque & Marchés*, 59, juillet-août, 56-64.
- Shleifer A. et Vishny R. (2003), « Stock market driven acquisitions », *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311.
- Servaes H., (1996), « The value of diversification, during the conglomerate merger wave », *Journal of Finance*, 51, 1201-1226

## Annexe A. Tests de différence de moyenne

L'échantillon comprend 237 acquisitions de cibles évoluant dans un secteur de haute technologie cotées au NASDAQ, réalisées entre mars 1997 et mars 2003.

Les variables sont définies de la façon suivante : PRIME4 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce)/(prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce) ; DIVSECT est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur diversifie ses activités et égale à 0 sinon ; DIVINT est une variable dichotomique égale à 1 si la nationalité de la cible est différente de celle de l'acquéreur et égale à 0 sinon ; STOCK, le moyen de paiement de l'opération, est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur paie par échange d'actions et égale à 0 sinon ; MARKET est une variable dichotomique égale à 1 si l'opération est effectuée pendant que le marché est haussier et égale à 0 sinon.

N est le nombre d'observations ; t est la statistique de Student et z est la statistique de Mann-Whitney ; p est la probabilité associée à chaque test.

Variable	N	PRIME4 moyenne	Différence de moyenne	t	p	z	p
Divsect = 1	75	60,02%	-8,14%	-1,071	0,285	-0,506	0,613
Divsect = 0	162	68,16%					
Divint = 1	31	63,52%	1,06%	0,101	0,920	0,441	0,659
Divint = 0	206	62,46%					
Stock = 1	128	71,22%	18,75%	2,674	0,008 ***	2,679	0,007 ***
Stock = 0	109	52,47%					
Market = 1	124	64,64%	4,28%	0,603	0,547	0,460	0,645
Market = 0	113	60,36%					
Informatique = 1	168	68,09%	18,70%	2,416	0,016 **	2,636	0,008 ***
Autres = 0	69	49,39%					
Biotechnologie = 1	29	53,07%	-10,86%	-1,005	0,316	-0,786	0,432
Autres = 0	208	63,93%					
Telecom = 1	40	46,73%	-19,09%	-2,034	0,043 **	-2,509	0,012 **
Autres = 0	197	65,82%					

## Annexe B. Matrice de corrélation

L'échantillon comprend 237 acquisitions de cibles évoluant dans un secteur de haute technologie cotées au NASDAQ, réalisées entre mars 1997 et mars 2003.

Les variables sont définies de la façon suivante : PRIME4 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce)/(prix de la cible quatre semaines avant la date d'annonce) ; PRIME1 est la prime d'acquisition calculée ainsi : (prix payé - prix de la cible une semaine avant la date d'annonce)/(prix de la cible une semaine avant la date d'annonce) ; DIVSECT est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur diversifie ses activités et égale à 0 sinon ; DIVINT est une variable dichotomique égale à 1 si la nationalité de la cible est différente de celle de l'acquéreur et égale à 0 sinon ; STOCK, le moyen de paiement de l'opération, est une variable dichotomique égale à 1 si l'acquéreur paie par échange d'actions et égale à 0 sinon ; RENTA est la rentabilité économique de la cible au cours de l'année précédant l'opération, égale au résultat d'exploitation divisé par le total de l'actif ; MARKET est une variable dichotomique égale à 1 si l'opération est effectuée pendant que le marché est haussier et égale à 0 sinon.

La première ligne indique la valeur du coefficient de corrélation et la seconde ligne indique la valeur de la probabilité associée au test (de corrélation non nulle) de Pearson.

	<i>PRIME1</i>	<i>PRIME4</i>	<i>DIVSECT</i>	<i>DIVINT</i>	<i>STOCK</i>	<i>RENTA</i>	<i>MARKET</i>
PRIME1	1						
PRIME4	0,731 0,000	1					
DIVSECT	0,083 0,203	0,070 0,285	1				
DIVINT	-0,055 0,398	0,007 0,920	0,059 0,366	1			
STOCK	0,119 0,068	0,172 0,008	-0,027 0,675	-0,144 0,026	1		
RENTA	0,019 0,771	0,033 0,609	0,044 0,503	0,022 0,730	0,067 0,306	1	
MARKET	0,057 0,385	0,039 0,547	-0,004 0,947	-0,106 0,105	0,187 0,004	0,075 0,250	1