

# UNE ANALYSE LEXICALE DES COMMUNIQUES DE PRESSE VOLONTAIRES EMIS LORS DES OPA/OPE : QUELS PROFILS DE DIFFUSION ?

Emmanuelle Negre, Isabelle Martinez

▶ **To cite this version:**

Emmanuelle Negre, Isabelle Martinez. UNE ANALYSE LEXICALE DES COMMUNIQUES DE PRESSE VOLONTAIRES EMIS LORS DES OPA/OPE : QUELS PROFILS DE DIFFUSION ?. Comptabilités et innovation, May 2012, Grenoble, France. pp.cd-rom. hal-00936567

**HAL Id: hal-00936567**
**https://hal.science/hal-00936567**

Submitted on 27 Jan 2014

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

# *UNE ANALYSE LEXICALE DES COMMUNIQUES DE PRESSE VOLONTAIRES EMIS LORS DES OPA/OPE : QUELS PROFILS DE DIFFUSION ?*

**Emmanuelle Nègre**

Doctorante Contractuelle Chargée d'Enseignement

IAE – Université Toulouse 1 Capitole

Laboratoire Gouvernance et Contrôle Organisationnel

Université Paul Sabatier

emmanuelle.negre@iae-toulouse.fr

**Isabelle Martinez**

Professeur des Universités

Laboratoire Gouvernance et Contrôle Organisationnel

Université Paul Sabatier

isabelle.martinez@cict.fr

**Résumé** : L'objectif de la présente recherche est d'étudier le comportement des entreprises acquéreuse et cible qui diffusent volontairement des communiqués de presse entre l'annonce de l'opération et la publication des résultats définitifs de l'offre. Pour ce faire, 32 offres publiques d'acquisitions visées par l'AMF entre décembre 2006 et juin 2011 ont été étudiées et une analyse lexicale de 129 communiqués de presse volontaires a été effectuée. Des profils de diffusion sont mis en exergue selon le type d'émetteur (acquéreuse et/ou cible) et d'offre (amicale ou hostile, volontaire ou obligatoire). Une discussion est ensuite opérée autour des motivations poursuivies par l'émetteur des communiqués.

**Mots-clés** : acquéreuse, cible, offres publiques d'acquisition, communiqués de presse, analyse lexicale.

**Abstract**: This research aims at studying the behaviour of both the bidding and target companies that voluntarily disclose press releases between the announcement of the deal and the disclosure of the final results of offer. In this regard, 32 takeover bids approved by the AMF between December 2006 and June 2011 have been studied and a lexical analysis of 129 voluntary press releases was conducted. Disclosure profiles are highlighted according to the type of issuer of press releases (bidding and/or target companies) and the type of bid (friendly or hostile; mandatory or voluntary). Finally, the motives pursued by the issuers of press releases are discussed.

**Keywords**: bidding companies, target companies, takeover bids, press releases, lexical analysis.

**Remerciements :** Les auteurs remercient Rahma Chekkar-Mansouri pour son aide dans le traitement des données et pour l'ensemble de ses remarques.

## Introduction

L'information en période d'offres publiques d'acquisition[1] est au centre des préoccupations des régulateurs. En témoigne la directive 2004/25/CE du 21 avril 2004 selon laquelle les personnes auxquelles l'offre s'adresse doivent pouvoir disposer des informations nécessaires à une prise de décision fondée. Par ailleurs, l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) met en garde les actionnaires contre le caractère commercial des campagnes de communication émanant des sociétés impliquées dans de telles opérations. Celles-ci seraient en effet davantage destinées à assurer la promotion de l'opération qu'à informer le public sur les caractéristiques précises de l'offre (AMF 2009[2]).

Le thème de la diffusion volontaire d'informations a été largement étudié dans la littérature. La plupart des études cherchent à expliquer les différences de niveaux de publication volontaire dans les rapports annuels via une étude des déterminants (e.g. Firth 1979 ; Cooke 1989 ; Meek et al. 1995 ; Raffournier 1995 ; Depoers 1999). Plus récemment, les recherches se sont étendues à d'autres moyens de communication tels que les conférences téléphoniques (e.g. Tasker 1998 ; Frankel et al. 1999 ; Brown et al. 2004) ou les sites Web des entreprises (e.g. Ettredge et al. 2002 ; Trabelsi et al. 2008 ; Li 2010 ; Ledoux et Cormier 2011). De manière surprenante et malgré l'intérêt des régulateurs, on constate une quasi-absence de littérature sur la diffusion volontaire d'informations lors des OPA/OPE. Ceci conduit Sirower et Lipin (2003, p. 26) à parler à ce sujet « *d'énorme erreur* ». En effet, selon ces auteurs, une stratégie de diffusion d'informations bien conçue pourrait permettre d'obtenir le soutien des actionnaires et ainsi favoriser la réussite des opérations. Les OPA/OPE sont des évènements particuliers dans la vie d'une entreprise, pouvant conduire les dirigeants à adopter des comportements de diffusion d'informations différents de leurs comportements habituels (Brennan 1999). Pour preuve, lors d'opérations inamicales, il n'est pas rare de voir les entreprises acquéreuse et cible se livrer à une véritable bataille de communication[3].

L'objectif de cette recherche est d'étudier le comportement des entreprises acquéreuse et cible qui diffusent volontairement des communiqués de presse entre l'annonce de l'opération et la publication des résultats définitifs de l'offre. Le choix de ce type de support se justifie pour plusieurs raisons. Tout d'abord, les communiqués de presse présentent des caractéristiques intéressantes : (i) ils sont largement repris dans les médias et bénéficient d'une audience très large (Maat 2007) ; (ii) ils sont rédigés dans un langage particulièrement expressif (Aerts et Cormier 2009). Ensuite, les communiqués de presse demeurent peu étudiés notamment dans le contexte européen (Brennan et al. 2009). En effet, ce n'est que récemment que des études ont porté sur les communiqués en tant que support de diffusion d'informations (Isidro et Marques 2008 ; Hitz 2010 ; Rivière 2010) ou en tant qu'outil de gestion des impressions par

[1] Les offres publiques d'acquisition désignent les offres publiques d'achat (OPA), les offres publiques d'échange (OPE) et les offres mixtes. Selon la directive 2004/25/CE, une offre publique d'acquisition est « *une offre publique faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres, que l'offre soit obligatoire ou volontaire, à condition qu'elle suive ou ait pour objectif l'acquisition du contrôle de la société visée selon le droit national* ».

[2] AMF, S'informer sur les OPA, octobre 2009 ( http://www.scribd.com/doc/49017716/Reglement-OPA-AMF).

[3] En France, un exemple récent est fourni par l'OPE hostile de Jacquet Metals sur International Metal Service qui a eu lieu en 2010.

les dirigeants (Brennan et al. 2009 ; Garcia Osma et Guillamon-Saorin 2011). Les communiqués de presse ont d'ailleurs été rarement étudiés dans le contexte des OPA/OPE[4].

Notre objectif consiste à analyser le discours utilisé dans les communiqués de presse et de mettre en exergue des profils de diffusion selon le type d'émetteur (initiatrice et/ou cible) et d'offre (amicale ou hostile, volontaire ou obligatoire). En d'autres termes, nous cherchons à savoir si les motivations poursuivies par l'émetteur des communiqués se perçoivent à travers la façon dont il diffuse les informations sur l'offre. Existe-t-il des profils types de diffusion d'informations en contexte d'OPA/OPE ?

Pour répondre à cette interrogation, 32 offres publiques d'acquisitions visées par l'AMF entre décembre 2006 et juin 2011 ont été sélectionnées et une analyse lexicale de 129 communiqués de presse volontaires a été effectuée. Les résultats révèlent l'existence de 4 profils de diffusion selon le type d'offre et/ou de l'émetteur. Le premier profil de diffusion est caractéristique des communiqués communs aux entreprises cibles et acquéreuses à propos d'offres amicales et volontaires : le communiqué est centré sur les synergies attendues traduisant ainsi la volonté des entreprises de convaincre sur le bien fondé de l'opération. Le deuxième profil est celui des entreprises cibles d'offres hostiles : le communiqué fait ici état des raisons d'opposition à l'offre et se veut un moyen de peser sur les termes de l'opération. Les deux derniers profils sont relativement factuels, l'un concerne les modalités de l'offre dans le cas des rapprochements obligatoires, l'autre émane des acquéreuses et traduit les résultats de l'opération. Il s'agit dans les deux cas de communiqués informatifs.

L'article est organisé de la manière suivante. La première section est consacrée à une revue de la littérature sur la diffusion d'informations lors des prises de contrôle. La deuxième section précise le cadre réglementaire et les communiqués étudiés. La troisième section décrit la démarche d'analyse et présente les résultats. Enfin, les résultats sont discutés dans une quatrième section.

## 1. Revue de la littérature sur la diffusion d'informations lors des prises de contrôle

Les études en comptabilité financière s'intéressent de plus en plus à la diffusion volontaire d'informations lors d'évènements particuliers survenant dans la vie d'une entreprise : introductions en bourse (Clarkson et al. 1992 ; Bilson et al. 2003 ; Bukh et al. 2005 ; Bejar 2006 ; Cazavan-Jeny et Jeanjean 2007 ; Chong et Ho 2007 ; Leone et al. 2007 ; Sing et Van der Zahn 2008), augmentations de capital (Lang et Lundholm 2000 ; Jo et Kim 2007) ou encore rachats d'actions (Brockman et al. 2008). Les opérations de prises de contrôle font parties de ces évènements particuliers. Elles regroupent différents types d'opérations, dont les fusions et les OPA/OPE. La revue de la littérature sur la diffusion d'informations lors des prises de contrôle nous a permis d'identifier deux principales problématiques centrées : sur les déterminants de la diffusion volontaire (1.1) et sur les objectifs de cette diffusion notamment à travers l'étude des conséquences de la diffusion d'informations (1.2).

[4] Ont été étudiés les communiqués de presse diffusés à l'occasion des « *Management Buy-Out* » ou MBO (Hafzalla 2009) et des fusions/acquisitions (Dutordoir et al. 2010).

### 1.1 Etude des déterminants de la diffusion volontaire

Le premier auteur à s'intéresser aux déterminants de la diffusion volontaire d'informations lors des OPA/OPE est Brennan (1999 ; 2000). Ces deux études portent sur les prévisions de résultats diffusées respectivement par l'entreprise cible et par l'entreprise acquéreuse. Elles sont réalisées à partir du même échantillon composé de 477 offres amicales et 224 offres inamicales ayant eu lieu entre 1988 et 1992 sur le London Stock Exchange. Les résultats montrent que la probabilité de diffuser volontairement des prévisions de résultats lors de l'opération dépend du sens des prévisions (bonnes ou mauvaises) et du type d'opération (amical ou hostile). Plus les prévisions sont bonnes et/ou plus l'opération est contestée, plus les entreprises diffusent volontairement de l'information, le but étant de communiquer sur ses propres performances en dénigrant celles de l'autre protagoniste. L'horizon temporel de l'offre joue également un rôle déterminant : plus cet horizon diminue et plus la probabilité de diffusion volontaire de prévisions de résultats augmente. En effet un horizon temporel relativement court réduit le risque d'erreur des prévisions et incite le dirigeant à les diffuser. A l'inverse, rendre publique une prévision avec un risque d'erreur important n'est pas dans l'intérêt du dirigeant dans la mesure où des prévisions erronées peuvent nuire à sa réputation.

Une autre étude réalisée en France (Martinez et Nègre 2011) porte sur les déterminants de la diffusion volontaire des cibles d'OPA/OPE. Les déterminants sont de deux ordres : les facteurs caractérisant le type d'offre (caractère amical ou non, modalité de paiement,…) et l'entreprise émettrice (taille, visibilité financière, structure du capital,…). La diffusion étudiée porte sur les synergies attendues à l'issue du rapprochement et l'échantillon comprend 98 opérations visées par l'AMF sur la période 1999-2010. Les résultats révèlent que les déterminants les plus significatifs sont : les modalités de paiement, la taille de la cible, sa distance géographique avec l'acquéreuse et le cumul des fonctions DG/PDG.

Wandler (2007) étudie sur le marché américain la diffusion volontaire d'estimations de résultats lors de fusions d'entreprises. Ces estimations concernent le résultat des entreprises combinées pour la fin de l'année en cours (i.e. l'année de la fusion)[5]. Elles sont publiées dans le prospectus de fusion qui parfois peut être commun aux deux sociétés engagées, l'acquéreuse et la cible. Wandler (2007) retient un échantillon de 147 fusions qui ont eu lieu entre 2002 et 2003 et qui concernent des entreprises cotées américaines de grande taille pour lesquelles un prospectus de fusion commun a été émis. Il ressort de son étude que la solidité financière de l'acquéreuse est un déterminant majeur de la diffusion des estimations de résultats. Il s'agit ici de convaincre les actionnaires de l'acquéreuse que l'opération sera créatrice de valeur et qu'elle ne nuira pas à la bonne situation de leur entreprise. La taille de la cible et la réputation de la banque souscripteuse ont aussi un impact significatif (respectivement positif et négatif) sur la diffusion des estimations de résultats. Wandler (2007) montre par ailleurs que lorsque sont diffusées des estimations de résultats, celles-ci sont excessivement optimistes. Le but de cet excès d'optimisme est de convaincre les actionnaires de la cible et de l'acquéreuse de voter en faveur de la fusion. Ces estimations sont en revanche plus précises lorsque la gouvernance des entreprises impliquées dans l'opération est bonne.

[5] Contrairement aux prévisions de résultats qui concernent l'année (ou les années) post-fusion.

Dans le cas des fusions/acquisitions, Kimbrough et Louis (2011) s'intéressent aux conférences téléphoniques organisées par l'entreprise acquéreuse au moment de l'annonce de l'opération. A l'aide d'un échantillon de 1228 fusions/acquisitions ayant eu lieu aux Etats-Unis sur la période 2002-2006, les auteurs étudient les déterminants de la décision d'organiser ces conférences. Les principaux résultats montrent que la décision est positivement liée au paiement en actions ainsi qu'à la taille de l'opération. Les transactions financées par actions, qui sont généralement à l'initiative d'acquéreuses surévaluées, nécessitent d'influencer favorablement les investisseurs, par le biais des conférences téléphoniques. Un tel moyen de paiement, rendant difficile l'évaluation des synergies et/ou de la prime par les actionnaires de la cible, est source de complexité et incite de ce fait l'acquéreuse à organiser ce type de conférences. Quant à la taille du groupe constitué à l'issue du rapprochement, elle reflète elle aussi la complexité de l'opération. Ainsi plus l'opération est complexe et plus le besoin informationnel est grand.

Enfin Dutordoir et al. (2010) s'intéressent aux déterminants de la décision de la société acquéreuse de divulguer volontairement des informations sur les synergies attendues à l'issue du regroupement. L'échantillon est composé de 2794 annonces de fusions/acquisitions sur des sociétés cotées ayant eu lieu entre décembre 1995 et janvier 2008 aux Etats-Unis. Les auteurs montrent que la complexité de l'accord et les coûts de propriété sont des facteurs importants de la diffusion volontaire d'informations sur les synergies. La complexité de l'accord est appréhendée par la taille de la transaction et par le paiement en actions. La présence de clauses de sortie et la durée de réalisation de l'opération rendent également compte de cette complexité et s'avèrent avoir un impact positif et significatif sur la décision de l'acquéreuse de divulguer des informations sur les synergies. Enfin, l'influence des coûts de propriété est mise en exergue par l'impact négatif sur la probabilité de divulgation des opportunités de croissance et avantages compétitifs de l'acquéreuse ainsi que du dynamisme du secteur d'activité de la cible.

Dutordoir et al. (2010) testent également l'impact de la diffusion de synergies sur l'issue de l'opération. Aucune influence statistiquement significative n'est mise en exergue, en ce qui concerne le résultat de l'opération et/ou l'apparition d'offres concurrentes. Finalement, seule l'étude des conséquences sur les marchés financiers donne des résultats concluants : des rendements anormaux significativement plus faibles sont mis en exergue lorsqu'il y a divulgation d'informations sur les synergies. Un tel constat est justifié de deux façons. Tout d'abord, la divulgation de synergies est davantage le fait d'opérations financées par actions et ce mode de paiement est synonyme de signal négatif pour le marché (Travlos 1987). Ensuite, les opérations pour lesquelles il y a divulgation ne sont pas nécessairement les meilleures. Au regard de cette deuxième justification, Dutordoir et al. (2010) se focalisent alors sur le montant des synergies communiquées et obtiennent dans ce cas des rendements positifs et significatifs. La valeur des synergies estimées par le dirigeant est donc prise en compte dans l'évaluation du prix des actions de l'entreprise acquéreuse.

Outre Dutordoir et al. (2010), d'autres auteurs se sont intéressés aux conséquences de la diffusion volontaire d'informations et donc aux motivations des entreprises à l'origine de ces annonces.

## 1.2 Etude des conséquences de la diffusion volontaire d'informations

L'étude de l'impact des informations rendues publiques concerne soit l'issue des opérations (1.2.1) soit leur coût (1.2.2).

### *1.2.1 Etude des conséquences sur le résultat de l'offre*

Cooke et al. (1998) travaillent spécifiquement sur les OPA/OPE inamicales et testent l'hypothèse selon laquelle les informations diffusées dans le document de défense[6] impactent le résultat de l'offre. L'échantillon comprend 79 offres publiques hostiles impliquant des entreprises cotées au Royaume-Uni sur la période 1988-1990. Les résultats obtenus ne permettent pas de valider l'hypothèse : les documents de défense ne se distinguent pas significativement selon l'issue de l'opération (réussite ou échec). Cependant, malgré cette absence de différenciation dans le document, les cibles semblent suivre une stratégie de défense visant une amélioration des termes de l'offre.

Ces résultats sont confirmés par Brennan (1999). Outre l'étude des déterminants, l'auteur s'intéresse à l'impact de la publication volontaire de prévisions de résultats sur l'issue d'opérations inamicales. Autrement dit, il s'agit de savoir si la publication de prévisions de résultats est un mécanisme de défense efficace lors d'offres hostiles. Pour ce faire, Brennan (1999) étudie 160 opérations inamicales ayant eu lieu entre 1988 et 1992 sur le London Stock Exchange. Aucune différence significative en termes de diffusion d'informations n'est mise en exergue selon la réussite ou l'échec de l'offre. En revanche, des différences significatives apparaissent en ce qui concerne le dépôt d'une offre en surenchère par l'acquéreuse : la publication volontaire de prévisions de résultats concerne plutôt des opérations hostiles pour lesquelles une augmentation du prix d'offre a été obtenue par la cible.

Plusieurs études de cas tentent également d'analyser le rôle joué par la politique de communication financière des entreprises cibles d'offres hostiles. Ainsi, dans le cadre du Royaume-Uni, Newman (1983) met en exergue la multiplicité des supports de diffusion d'informations à disposition des cibles et montre la place prépondérante occupée par les campagnes de publicité. La recherche s'articule autour de 12 études de cas qui concernent des opérations réalisées sur la période 1958-1982. L'auteur conclut son analyse en soulignant qu'au final ces publicités semblent n'avoir que très peu d'effets sur le résultat de l'offre, ce dernier étant susceptible d'être impacté par les seuls termes de l'offre. En accord avec ce constat, il apparaît en effet que dans bien des cas, la cible ne cherche pas, par le biais de sa communication de défense, à faire échouer l'opération, mais plutôt à susciter une surenchère du prix proposé par l'acquéreuse. En témoigne, dans le contexte français, le cas retracé par Albouy (2005) de l'offre hostile lancée par Sanofi-Synthélabo sur Aventis. Pour autant les travaux menés en France par Chekkar (2007) puis Chekkar et Onnée (2010) montrent qu'une politique de communication financière bien menée peut permettre de repousser une tentative de prise de contrôle hostile. En effet que ce soit dans le cas de l'offre hostile de BSN sur Saint-Gobain (Chekkar 2007) ou dans celui de l'offre hostile de la BNP sur la Société Générale (Chekkar et Onnée 2010), des politiques de communication financière de grande

[6] Au Royaume-Uni, dans les 14 jours suivant la diffusion de la note d'information (ou document d'offre) par l'entreprise acquéreuse, les dirigeants de la cible doivent publier un prospectus contenant leurs opinions sur l'offre et ce prospectus prend la forme d'un document de défense lorsque l'offre est hostile.

ampleur ont été mises en œuvre et ont contribué à l'échec des opérations. Enfin dans leur analyse du cas André, Albouy et Schatt (2004) soulignent que l'activité de communication menée par les actionnaires contestataires a grandement contribué à la réussite de la bataille de procurations entreprise dans le but d'un remplacement des dirigeants et membres du CA du groupe.

Outre la communication des cibles et son impact sur l'issue des opérations, ont été également étudiées les conséquences de la diffusion d'informations émanant des entreprises acquéreuses. Ces conséquences portent principalement sur le coût de l'opération supporté par les initiatrices.

### *1.2.2 Etude des conséquences sur le coût de l'opération*

Lors des fusions/acquisitions financées par échanges d'actions, les dirigeants de l'entreprise acquéreuse peuvent être tentés d'utiliser de façon stratégique la diffusion d'informations afin d'obtenir une augmentation temporaire du prix des actions. Une telle augmentation a pour but de diminuer le coût de l'opération.

C'est ainsi que Brockman et Martin (2008) puis Ge et Lennox (2011) s'intéressent à la diffusion de bonnes ou mauvaises nouvelles dans un contexte d'acquisitions. Ces auteurs se focalisent sur un type d'information : les prévisions de résultats. L'étude de Brockman et Martin (2008) porte sur un échantillon de 2095 acquisitions financées par échange d'actions ayant eu lieu aux Etats-Unis entre janvier 1994 et décembre 2005. Elle révèle que les entreprises acquéreuses, lors d'opérations financées en actions, diffusent de façon anormale de bonnes nouvelles sur la période pré-acquisition et des mauvaises nouvelles sur la période post-acquisition. Le but de ce comportement, qualifié d'opportuniste, est de réduire le coût de l'opération.

Ge et Lennox (2011) nuancent quelque peu ce résultat. Lors des opérations financées par échange de titres, les entreprises acquéreuses retardent la diffusion de mauvaises nouvelles sur la période pré-acquisition mais ne diffusent pas pour autant davantage de bonnes nouvelles. Les acquéreuses chercheraient donc à éviter une diminution du prix des actions plutôt qu'à en augmenter le prix et cela en raison d'un risque de litige moindre. L'échantillon est ici constitué de 1637 acquisitions réalisées aux Etats-Unis sur la période 1995-2006.

Quant à Kimbrough et Louis (2011), ils montrent que les entreprises acquéreuses qui effectuent des conférences téléphoniques à l'annonce de l'opération ont un rendement des actions 6,5% plus élevé que le rendement obtenu en absence de conférences. Cette réaction favorable du marché persiste au-delà de l'annonce, ce qui semble indiquer que le but de ces conférences est de transmettre des informations privées sincères plutôt que de « gonfler » artificiellement le cours boursier (avec pour objectif ultime de diminuer le coût des opérations financées en actions).

Dans le contexte plus spécifique des MBO (Management Buy-Out), Hafzalla (2009) révèle que les dirigeants ont tendance, avant l'annonce de l'opération, à dénigrer leur entreprise par le biais de la diffusion de mauvaises nouvelles et de la gestion des résultats. L'objectif est double : réduire le coût de l'opération et éloigner les concurrents éventuels. La firme devenant privée après la transaction, les divulgations faites par les dirigeants ne pourront être que

difficilement vérifiées, ce qui les incite à adopter un comportement de communication opportuniste. L'étude porte sur la période 1990-2003 et sur le marché américain.

L'étude des facteurs explicatifs de la diffusion d'informations lors des prises de contrôle a mis en exergue que si certains déterminants sont liés aux opérations (e.g. taille de la transaction ; modalités de paiement), d'autres ne sont pas spécifiques (e.g. solidité financière, dynamisme du secteur d'activité). Par ailleurs, la mise en œuvre d'une stratégie défensive en termes de diffusion d'informations par les cibles d'offres hostiles semble plutôt favoriser le dépôt d'une offre en surenchère que l'échec de l'opération. Quant aux entreprises acquéreuses, la majorité des études va dans le sens d'un comportement opportuniste des dirigeants qui cherchent via la diffusion d'informations à diminuer le coût des opérations.

Au terme de cette revue de la littérature, deux conclusions se dégagent. D'une part, les études réalisées sur le thème de la diffusion d'informations lors des prises de contrôle se positionnent en majorité soit du point de vue de la cible soit du point de vue de l'acquéreuse. D'autre part, la diffusion d'informations lors de ces prises de contrôle est généralement appréhendée par une variable binaire. Aussi, la présente recherche se propose d'aller plus loin en analysant le discours des dirigeants dans les communiqués de presse que ces derniers émanent de la cible et/ou de l'acquéreuse.

## 2. Sélection des communiqués de presse volontaires

Afin d'identifier le caractère obligatoire ou volontaire des communiqués de presse, il convient tout d'abord de décrire la réglementation française en la matière (2.1). L'échantillon des communiqués étudiés est ensuite décrit (2.2).

### 2.1 La réglementation française sur la diffusion des communiqués de presse lors des OPA/OPE

Afin de satisfaire aux obligations légales en termes d'informations au public, le Règlement Général (RG) de l'AMF rend obligatoire la diffusion de certains communiqués de presse[7] tout au long de la procédure allant de l'annonce de l'opération (période pré-offre) à la publication des résultats définitifs. Le tableau 1 présente ces communiqués selon que l'entreprise émettrice est l'acquéreuse ou la cible. L'AMF insiste sur la diffusion effective et intégrale de ces communiqués qui doivent être mis en ligne sur le site Internet des entreprises dès leur diffusion (article 221-3 du RG de l'AMF).

[7] En dehors de la note d'information qui reste le principal document obligatoire en cas d'OPA/OPE et de la note éventuellement émise par la cible en réponse à l'acquéreuse. A noter qu'en cas d'offre publique amicale et dans l'hypothèse où une attestation d'équité délivrée par un expert indépendant n'est pas requise, une seule note d'information peut être établie conjointement par les entreprises cible et acquéreuse.

**Tableau 1 : Communiqués de presse obligatoires en cas d'offres publiques d'acquisition**

| Article du RG de l'AMF | Emetteur | Calendrier | Contenu |
|---|---|---|---|
| Article 223-33 | Acquéreuse | Préalablement au dépôt du projet d'offre<br><br>(La diffusion d'un tel communiqué peut être exigée par l'AMF en cas de variations significatives de prix ou de volumes inhabituelles = dispositif anti-rumeur) | Caractéristiques du projet d'offre (nature de l'offre, prix ou parité envisagée) ;<br>Accords pouvant avoir une influence sur la réalisation de l'opération ;<br>Participation détenue dans le capital de la cible ;<br>Conditions préalables au dépôt du projet d'offre ;<br>Calendrier envisagé |
| Article 231-16 | Acquéreuse | Au plus tard lors du dépôt du projet d'offre à l'AMF | Principaux éléments du projet de note d'information ;<br>Modalités de mise à disposition du projet de note d'information |
| Article 231-26 | Cible | Au plus tard lors du dépôt du projet de note en réponse à l'AMF | Principaux éléments du projet de note en réponse ;<br>Modalités de mise à disposition du projet de note en réponse |
| Article 231-27[8] | Acquéreuse | Avant l'ouverture de l'offre, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité | Modalités de la mise à disposition de la note |
| Article 231-27[8] | Cible | Avant l'ouverture de l'offre, au plus tard le deuxième jour de négociation suivant la déclaration de conformité | Modalités de la mise à disposition de la note |
| Article 231-37 | Acquéreuse et cible | Durant l'ensemble de la période d'offre | Information complémentaire à la note d'information ou à la note en réponse visée par l'AMF |
| Article 232-9 | Cible | En cas de surenchère de l'initiateur sur son offre initiale | Avis motivé du conseil d'administration ou conseil de surveillance |

Dans la pratique, on observe que les entreprises impliquées dans une OPA/OPE diffusent volontairement d'autres communiqués de presse.

En période pré-offre (i.e. avant le dépôt obligatoire du projet de la note d'information à l'AMF), l'acquéreuse peut décider de diffuser un communiqué de presse présentant les caractéristiques de l'offre (sans que cela ne résulte de l'application du dispositif anti-rumeur). De la même façon, l'entreprise cible peut diffuser un communiqué faisant état de négociations avec la société acquéreuse. Elle pourra notamment mentionner l'identité de cette acquéreuse ainsi que l'état d'avancement des discussions (Guide OCF 2011[9]). Dans la pratique et lors d'opérations amicales, on observe souvent la diffusion d'un communiqué commun à la cible et à l'acquéreuse dont le but est de présenter l'opération au public. Enfin, un communiqué de démenti de rumeurs peut être diffusé volontairement par les entreprises concernées afin de mettre un terme aux perturbations qui en découlent.

[8] La diffusion d'un tel communiqué peut être remplacée par la publication d'un résumé de la note d'information dans au moins un quotidien d'information économique et financière, de diffusion nationale.

[9] Document réalisé par l'Observatoire de la Communication Financière, disponible sur : http://www.observatoirecomfi.com.

Une fois le projet d'offre déposé à l'AMF et lorsqu'il s'agit d'opérations inamicales, l'entreprise cible a tout intérêt à diffuser un communiqué informant du caractère non sollicité de l'offre. Ce communiqué pourra également préciser la date de réunion du conseil d'administration (CA) ou de surveillance (CS) amené à se prononcer sur l'offre (Guide OCF 2011). Ensuite et quel que soit le type d'offre (amicale ou inamicale), l'entreprise cible peut diffuser un communiqué afin de faire connaître préalablement à la diffusion du projet de note en réponse, l'avis du CA ou CS sur les intérêts et les conséquences de l'opération proposée pour la cible (article 231-17). La diffusion d'un tel communiqué est particulièrement visible lors d'opérations inamicales, l'objectif étant de s'assurer de la prise en compte par les actionnaires de la recommandation du CA ou CS.

En réponse à ce communiqué et lors de la publication de la note en réponse, l'entreprise acquéreuse peut diffuser un communiqué mettant en cause les affirmations du CA ou CS de la cible, notamment concernant les perspectives de l'entreprise visée. La diffusion d'un tel communiqué n'est pas rare lors d'opérations inamicales (e.g. offre de Gemalto sur Wavecom). De façon générale, des communiqués de presse sont diffusés lors de telles offres afin de corriger les déclarations de l'une ou l'autre des parties ; on assiste alors à une véritable bataille de communication.

En cas de dépôt d'une offre concurrente à la sienne, l'entreprise acquéreuse (dans le cas où elle décide de ne pas déposer d'offre en surenchère et de ne pas renoncer à son offre) peut diffuser volontairement un communiqué de presse, le but sous-jacent étant de distinguer l'opération proposée de cette offre concurrente.

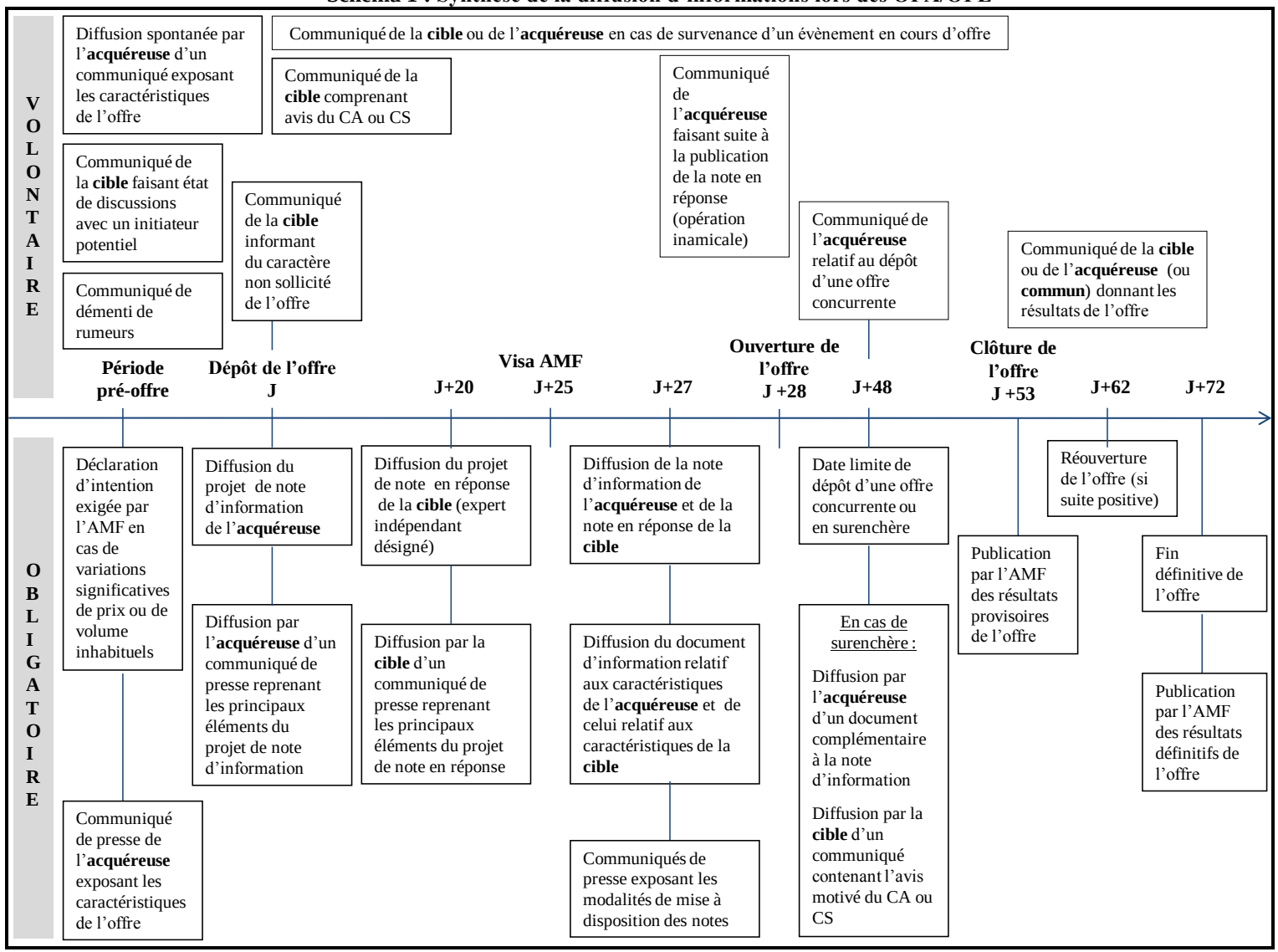
Tout au long de la période d'offre, un communiqué de presse peut également être diffusé en cas de survenance d'un évènement dont la communication au marché apparaît nécessaire à l'entreprise cible ou acquéreuse. Il s'agit alors de décrire l'évènement et ses impacts sur le déroulement et/ou l'appréciation de l'offre (Guide OCF 2011).

Enfin et bien que les résultats (provisoires et définitifs) de l'offre soient publiés par l'AMF, un communiqué relatif aux résultats de l'opération peut être diffusé par l'acquéreuse et/ou la cible. Lorsque la diffusion de ce communiqué se fait préalablement à la réouverture de l'offre, il s'agit pour l'acquéreuse d'obtenir un niveau de participation dans le capital de la cible qui soit le plus élevé possible. Lors d'opérations amicales, ce communiqué va être l'occasion pour les dirigeants de souligner l'adhésion massive des actionnaires au projet de rapprochement. Lors d'opérations inamicales, il va au contraire s'agir de remercier les actionnaires de leur soutien (i.e. non souscription à l'offre) et de les rassurer quant aux perspectives de la cible en tant qu'entité indépendante.

Le schéma 1 reprend les documents obligatoires et principaux communiqués de presse volontaires diffusés lors des OPA/OPE par les entreprises acquéreuse et/ou cible. L'hypothèse est faite qu'un expert indépendant a été nommé par la cible selon les cas prévus dans l'article 261-1 du RG de l'AMF.

La présente étude s'intéresse à l'ensemble des communiqués volontaires susceptibles d'être diffusés par les acquéreuses et/ ou les cibles.

**Schéma 1 : Synthèse de la diffusion d'informations lors des OPA/OPE**



## 2.2 L'échantillon des communiqués volontaires étudiés

Les communiqués volontaires étudiés concernent l'ensemble des offres publiques d'acquisition visées par l'AMF sur la période allant de décembre 2006 à juin 2011, soit un total de 35 opérations. Le choix de cette période d'étude résulte d'une modification de la règlementation relative aux offres publiques d'acquisition en 2006[10]. Pour 3 opérations, aucun communiqué de presse volontaire n'a été identifié. Ainsi, le nombre d'opérations prises en compte est de 32 (annexe 1) dont 26 Offres Publiques d'Achat (OPA), 3 Offres Publiques Mixtes, 2 Offres Publiques d'Echange (OPE) et 1 Offre Publique Alternative d'Achat ou d'Echange. Parmi l'ensemble de ces opérations, plus de 80% sont amicales (26 offres amicales et 6 hostiles). Une offre a été considérée comme inamicale dès lors qu'elle n'a pas été recommandée par le CA ou CS de la cible et que l'entreprise visée a mis en œuvre une ou plusieurs stratégies défensives (Shivdasani 1993 ; Sudarsanam 1995). Enfin, 66% des offres publiques d'acquisition sont volontaires (21 opérations) et 34% des offres (11 opérations) sont obligatoires suite au franchissement du seuil du tiers du capital ou des droits de vote de la cible (30% depuis février 2011).

Les communiqués de presse volontaires ont été collectés sur le site Internet des sociétés ou le cas échéant sur la base de données Factiva. Ils concernent l'ensemble de la période d'offre ainsi que la période pré-offre. Au total, 129 communiqués de presse ont été identifiés dont 56 ont été volontairement diffusés par l'entreprise cible, 42 par l'entreprise acquéreuse et 31 sont communs aux deux entreprises impliquées dans l'opération (tableau 2). Lorsque l'opération est amicale, on note une moyenne d'environ 3 communiqués de presse volontaires par offre et la plupart des communiqués émis sont communs aux entreprises cible et acquéreuse. Lorsque l'opération est inamicale, il y a en moyenne 9 communiqués volontaires par offre, dont au moins 6 diffusés par l'entreprise cible. Enfin, si le nombre moyen de communiqués par offre est de 3 en ce qui concerne les offres publiques obligatoires, il est de 5 lorsque le dépôt de l'offre est volontaire (tableau 2).

**Tableau 2 : Nombre total et moyenne des communiqués diffusés par type d'entreprise émettrice et par type d'offre**

| Type d'entreprise émettrice | Nombre total de communiqués diffusés | Moyenne de communiqués diffusés | Type d'offre | Nombre total de communiqués diffusés | Moyenne de communiqués diffusés |
|---|---|---|---|---|---|
| cible | 56 | 1,75 | amicale | 76 | 3 |
| acquéreuse | 42 | 1,31 | inamicale | 53 | 9 |
| cible & acquéreuse (communiqué commun) | 31 | 0,97 | obligatoire | 34 | 3 |
| | | | volontaire | 95 | 5 |

[10] Notamment, la loi n°2006-387 du 31 mars 2006 (loi relative aux OPA), qui est une transposition de la directive européenne 2004/25/CE du 21 avril 2004 (directive OPA), a entraîné une modification du RG de l'AMF publié au Journal Officiel le 28 septembre 2006.

## 3. L'analyse lexicale des communiqués de presse

Après avoir décrit la démarche d'analyse liée à l'utilisation du logiciel ALCESTE (3.1), nous présentons les résultats obtenus (3.2).

### 3.1. Démarche d'analyse

L'analyse de données textuelles regroupe différentes méthodes[11] qui visent à découvrir l'information essentielle contenue dans un texte. Parmi ces méthodes, figure l'analyse lexicale qui va permettre de répondre à la question : De quoi parle-t-on ? (Fallery et Rodhain 2007). Pour Gavard-Perret et Moscarola (1998), l'idée de base de l'analyse lexicale est de « *substituer à l'étude d'un texte celle de l'ensemble des mots qui le composent* » (p.34). L'analyse lexicale se fonde sur un ensemble de statistiques textuelles (Lebart et Salem 1994) faisant le lien entre statistique descriptive, texte et utilisation de l'ordinateur (Duyck 2001).

L'analyse lexicale des 129 communiqués de presse a été réalisée à l'aide du logiciel ALCESTE[12] développé par Reinert (1983 ; 1990). Ce logiciel a déjà été utilisé dans plusieurs études en comptabilité, notamment celles relatives à l'analyse du discours dans les lettres du Président (Duyck 2002 ; Chekkar et Onnée 2006 ; Platet-Pierrot et Giordano-Spring 2011) et dans les rapports annuels et rapports de l'expert-comptable du comité d'entreprise (Floquet 2010).

Pour Marchand (1998, p. 52), l'analyse pratiquée avec Alceste vise « *à établir des procédures méthodologiques permettant de réduire et de classer les segments de texte, c'est-à-dire d'en donner un condensé parfaitement formalisé et d'en construire la structure* ». Le vocabulaire utilisé par Alceste ainsi que les opérations effectuées par le logiciel sont assez spécifiques, aussi il convient de les expliciter.

Le corpus est un ensemble de textes réunis en fonction d'un objectif particulier. Ici, le corpus correspond aux 129 communiqués de presse identifiés et chaque communiqué constitue une Unité de Contexte Initiale (u.c.i). Le logiciel découpe ensuite ces u.c.i en Unités de Contextes Elémentaires (u.c.e) qui peuvent aller de quelques lignes à un paragraphe selon la grandeur du corpus (Peyrat-Guillard 2007). Il s'agit de l'unité statistique de base pour Alceste. En premier lieu, le logiciel va classer les u.c.e en fonction de la distribution des mots pleins dans ces unités. La lemmatisation est une « *opération de regroupements des formes qui correspondent aux différentes flexions d'une même racine ou lemme* » (Marchand 2007, p.55).

Après lemmatisation du corpus, il procède à une Classification Descendante Hiérarchique (CDH). La CDH permet d'extraire des classes d'u.c.e stabilisées, très contrastées quant à la distribution de leur vocabulaire (Reinert 2007), et qui vont représenter les différents « *mondes lexicaux* » du corpus (Reinert 1983). Il appartient ensuite au chercheur de nommer ces différents mondes lexicaux. Cela fait partie intégrante du processus d'interprétation des résultats (Platet-Pierrot et Giordano-Spring 2011). Helme-Guizon et Gavard-Perret (2004) soulignent que le processus de CDH d'Alceste constitue l'une des principales originalités du logiciel. En effet, au lieu de partir des mots comme la plupart des logiciels d'analyse textuelle,

[11] Analyses lexicales, linguistes, cognitives et thématiques (Fallery et Rodhain 2007).
[12] Analyse des Lexèmes Co-occurrents dans les Enoncés Simples d'un Texte.

Alceste part du texte global et, par partitions successives du corpus, met à jour des classes de mots. Enfin, le degré d'association du mot à la classe se mesure par le Khi2.

Chaque communiqué a été défini sous Alceste par 4 variables également appelées mots étoilés. Ces mots étoilés correspondent à des informations hors corpus qui caractérisent chaque u.c.i. Le but est alors de mettre en évidence la présence significative d'une variable dans une classe. Les variables qui ont été retenues dans le cadre de cette recherche sont au nombre de 4. Deux correspondent au type de l'offre : hostile ou amicale ; obligatoire ou volontaire. Il est à noter que cette recherche est, à notre connaissance, la première à examiner l'influence du type obligatoire ou volontaire de l'offre sur les comportements de diffusion d'informations. D'ailleurs, la procédure d'offre obligatoire n'a pas d'équivalent aux Etats-Unis, ce qui rend particulièrement intéressant l'étude de la diffusion d'informations sur le marché français.

Une autre variable concerne l'émetteur du communiqué : entreprise acquéreuse et/ou entreprise cible. Le choix de ces variables « type d'offre » et « type d'émetteur » s'explique par le fait que la diffusion volontaire d'informations en contexte d'OPA/OPE semble liée à la fois aux caractéristiques de l'offre et de l'émetteur (Martinez et Nègre 2011). Enfin, une variable supplémentaire est prise en compte : il s'agit de l'année du lancement de l'opération (entre 2006 et 2011). L'objectif est ici de voir si le contexte économique (notamment contexte de crise) influence le vocabulaire employé dans les communiqués.

### 3.2 Présentation des résultats

Le corpus est formé de 129 communiqués de presse, 54776 mots dont 4926 formes distinctes qui se décomposent après réduction du vocabulaire en 1072 formes réduites. Les formes réduites sont obtenues après lemmatisation du corpus. Une classification en 5 classes portant sur 88% des u.c.e est proposée par le logiciel Alceste (tableau 3). A titre de comparaison, Chekkar et Onnée (2006) obtiennent une classification en 4 classes portant sur 77,57% des u.c.e et Floquet (2010) une classification en 5 classes portant sur 62% des u.c.e.

**Tableau 3 : Description du corpus**

| | |
|---|---|
| Nombre total de formes | 54776 |
| Nombre de formes distinctes | 4926 |
| Nombre de formes réduites | 1072 |
| Nombre d'u.c.e | 1482 |
| Nombre de classes retenues | 5 |
| % d'u.c.e classées | 88% |

Il s'agit à présent de s'intéresser à chacune des 5 classes proposées par le logiciel Alceste. Les u.c.e ne sont pas équitablement réparties à l'intérieur de ces classes (schéma 2). Les classes 4 et 1 semblent se démarquer des autres classes. Au sein du sous-ensemble formé par les classes 5, 3 et 2, la classe 2 apparaît plus contrastée que ne le sont les classes 5 et 3 entre elles. Nous avons attribué un nom à chaque classe en fonction du vocabulaire le plus caractéristique de la classe.

- **Classe 1 : les synergies**

Cette classe ressort comme caractéristique des communiqués de presse diffusés : (i) conjointement par la cible et l'acquéreuse ($\chi^2$ =155) et (ii) lors des offres amicales ($\chi^2$ = 71). En revanche, les communiqués des cibles ($\chi^2$ = -85) et ceux des offres hostiles ($\chi^2$ = -71) sont significativement absents de cette classe. Dans une moindre mesure, cela est également le cas des offres obligatoires ($\chi^2$ = -24) et des communiqués des entreprises acquéreuses ($\chi^2$ = -21).

Le schéma 2 présente les 15 formes les plus caractéristiques de la classe 1. Il est à noter que cette classe regroupe 22,74% des u.c.e classées. Les formes de cette classe réfèrent majoritairement au concept de **synergies**, ce qui justifie le nom donné à la classe. Pour Husson (1987), les synergies industrielles ou commerciales concernent le plus souvent des complémentarités entre les deux entités qui se rapprochent en termes géographiques, métiers et/ou produits et sont à l'origine d'économies d'échelle. Outre la présence significative du terme « *synergies* », d'autres formes lexicales liées à ce concept sont employées. Une complémentarité au niveau des *produits* va permettre aux entreprises d'offrir à leurs *clients* un portefeuille plus large de *produits*. Cette complémentarité va contribuer à améliorer le positionnement des entreprises sur leur marché et les aider à s'imposer en tant que *leaders* (au niveau national, voire *mondial*)[13]. Outre l'échange de savoir-faire, les synergies managériales concernent l'aptitude des entreprises à *innover*. Ainsi, il semble que le discours sur les synergies soit caractéristique de cette classe et relève d'un vocabulaire majoritairement stratégique.

L'u.c.e la plus représentative de cette classe est la suivante ($\chi^2$ = 62) : « *La complémentarité des **produits**, des couvertures géographiques et des compétences se traduiront par une **croissance** et des **synergies** significatives …* ».

- **Classe 2 : l'opposition à l'offre**

Cette classe s'avère caractéristique des entreprises cibles ($\chi^2$ =355) ainsi que des offres hostiles ($\chi^2$ = 346) et volontaires ($\chi^2$ = 50). A l'inverse, les offres amicales ($\chi^2$ = -346) et obligatoires ($\chi^2$ = -50) sont significativement absentes de cette classe, de même que les communiqués communs aux deux entreprises impliquées dans l'opération ($\chi^2$ = -137).

Le schéma 2 reprend les 15 formes les plus caractéristiques de la classe 2. Cette classe comprend 20,18% des u.c.e classées. Elle est désignée par le terme « **opposition à l'offre** » et semble représentative des communiqués émis par les cibles en réaction à des offres non sollicitées. L'accent est plutôt mis ici sur la position du *CA* ou *CS* de la cible à l'égard de l'offre. Autrement dit, il s'agit de souligner le caractère non *sollicité* de l'offre et d'expliquer pourquoi celle-ci n'est pas *recommandée* par les dirigeants. Le motif le plus souvent évoqué est que l'opération n'est pas dans l'*intérêt* des *actionnaires,* en raison par exemple d'un prix d'offre jugé insuffisant (compte tenu des résultats et/ou des perspectives de la cible). Les dirigeants s'appuient en général sur les conclusions de l'*expert indépendant* pour souligner l'inadéquation des termes de l'offre par rapport aux performances de la cible.

[13] D'ailleurs « *leader mondial* » est le quatrième segment le plus répété de la classe 1.

L'u.c.e la plus caractéristique de cette classe est la suivante ($\chi^2$ = 53) : « A*près avoir examiné avec attention l'offre non* ***sollicitée*** *de Gemalto en vue de prendre le contrôle de Wavecom, le* ***conseil*** *d'****administration*** *de Wavecom a estimé qu'elle était contraire aux* ***intérêts*** *de Wavecom, de ses* **actionnaires** *et de ses salariés ».*

- **Classe 3 : les modalités de l'offre**

Le vocabulaire de cette classe est associé positivement et significativement aux offres obligatoires ($\chi^2$ =90). Il n'est en revanche pas caractéristique des offres volontaires ($\chi^2$ = -90) et hostiles ($\chi^2$ = -41).

Le schéma 2 présente les 15 formes les plus caractéristiques de la classe 3. 12,21% des u.c.e classées sont incluses dans cette classe. Les termes de cette classe semblent décrire **les modalités de l'offre**. Un accord est tout d'abord *conclu* entre les deux entreprises. Cet accord peut porter sur l'acquisition d'un *bloc* d'actions hors marché par l'acquéreuse et conduit au dépôt d'une offre obligatoire, lorsque le seuil d'un tiers du capital est dépassé (30% depuis février 2011). L'entreprise acquéreuse peut agir de *concert* avec les principaux actionnaires de la cible. Parfois aussi, l'initiatrice est une société *holding* détenue majoritairement par les dirigeants de la cible qui souhaitent prendre le contrôle de leur entreprise. Enfin, l'accent semble être mis ici sur les termes de l'offre avec un rappel du prix offert (« *numéraire* » ; « *euro+* ») par *actions*, *bons* de *souscription* d'actions et/ou *obligations* convertibles en actions nouvelles ou existantes. La logique du regroupement n'est que très peu mise en avant.

L'une des u.c.e la plus caractéristique de cette classe est la suivante ($\chi^2$ = 41) : « *Ceci permet à la société Gecina de porter sa participation dans le* ***capital*** *de la société Gecimed de 38,60% à 48%. La réalisation de cette acquisition a eu lieu ce jour par une transaction de* ***bloc*** *hors marché pour un montant total de 3 873 394* ***euros****, soit un prix par action cédée de 0,70* ***euros*** ».

- **Classe 4 : les données comptables**

Cette classe ne ressort pas comme spécifique à un type d'offre ou à un émetteur.

Le schéma 2 reprend les 15 formes les plus caractéristiques de la classe 4. Cette classe regroupe 6,55% des u.c.e classées. Le vocabulaire utilisé est essentiellement de nature comptable. De manière générale, les **données comptables**, qu'ils s'agissent du *chiffre* d'*affaires*, de l'*excédent brut* d'exploitation ou du résultat *net* vont permettre de décrire les résultats attendus de l'offre et/ou les performances des entités engagées dans l'opération. S'agissant des communiqués communs aux deux entreprises, les données comptables sont le plus souvent des données *combinées* et il est d'usage de mentionner le nombre de collaborateurs (*effectif*) du nouvel ensemble.

L'u.c.e la plus caractéristique de cette classe est la suivante ($\chi^2$ = 115) : « *Avec une* ***marge*** *d'****EBITDA*** *de 51,1%, la société est particulièrement rentable. Au cours du premier semestre 2010, Seloger.com SA a enregistré une croissance d'activité sur presque toutes ses lignes métiers. La société a augmenté son* ***chiffre*** *d'****affaires*** *consolidé de 11,2%, à 39,4* ***millions*** *d'euros (contre 35,5* ***millions*** *d'euros l'année précédente).*

- **Classe 5 : les résultats de l'offre**

Cette classe est associée de manière significative et positive aux communiqués des entreprises acquéreuses ($\chi^2$ = 86). Elle est par contre associée négativement aux entreprises cibles ($\chi^2$ = -35) et aux opérations hostiles (-29).

Le schéma 2 présente les 15 formes les plus caractéristiques de la classe 5. Cette classe regroupe 26,32% des u.c.e classées. Son vocabulaire est représentatif des communiqués présentant les **résultats de l'offre**. Au sein de ces communiqués figurent les éléments suivants : la part du capital de la cible *détenue* par l'acquéreuse avant la *réouverture* de l'*offre* (résultats provisoires), la date de réouverture de l'offre, la date de *clôture* définitive de l'offre, les résultats définitifs de l'offre après réouverture. Le cas échéant, ces communiqués sont aussi l'occasion de rappeler qu'à l'issue de l'offre, si les conditions nécessaires à la procédure sont réunies, l'entreprise acquéreuse envisage la mise en œuvre d'un *retrait obligatoire*[14]. Plus généralement, cette classe renvoie au vocabulaire de l'offre avec de nombreuses références à l'AMF.

L'u.c.e la plus caractéristique de cette classe est la suivante ($\chi^2$ = 45) : « *Succès de l'**offre publique** d'achat de SNCF Participations visant les titres Geodis : 98,09% des titres détenus par SNCF Participations à l'issue de l'**offre** et **réouverture** de l'**offre** du 11 au 24 juillet inclus, avant la demande de mise en œuvre du **retrait obligatoire*** ».

En résumé, l'analyse lexicale des communiqués révèle l'existence de 5 classes. A l'issue de cette étape, une nouvelle lecture, plus approfondie, des communiqués est menée afin d'identifier les profils de diffusion correspondant à ces classes. Comme le soulignent Gavard-Perret et Helme-Guizon (2008), l'analyse automatisée de données textuelles ne dispense pas « *d'une prise de connaissance du corpus par une ou plusieurs lectures* » (p.264).

[14] Pour qu'une telle procédure soit mise en œuvre, il faut que les actions non présentées à l'offre par les actionnaires minoritaires représentent moins de 5% du capital et des droits de vote de la cible.

**Schéma 2 : Formes caractéristiques des 5 classes proposées par le logiciel Alceste**

**1304 u.c.e classées (soit 88%)**

| CLASSE 5 | |
|---|---|
| **Forme réduite** | **Khi2** |
| offre+ | 247 |
| autorit< | 131 |
| cloture+ | 106 |
| re_ouverte+ | 100 |
| publi+ | 99 |
| obligatoire+ | 80 |
| droit+ | 75 |
| reouverture | 75 |
| retrait+ | 73 |
| act+ion | 72 |
| vote+ | 72 |
| publi+er | 60 |
| date+ | 59 |
| achat+ | 57 |
| detenir | 55 |
| **390 u.c.e (soit 26,32)** | |

| CLASSE 3 | |
|---|---|
| **Forme réduite** | **Khi2** |
| act+ion | 119 |
| souscript+ion | 105 |
| cession | 101 |
| capita+l | 95 |
| conclure | 76 |
| contrat+ | 74 |
| rembours+er | 66 |
| bon | 62 |
| euro+ | 62 |
| holding | 61 |
| obligation+ | 55 |
| bloc | 55 |
| numeraire | 47 |
| concert+ | 45 |
| conditionn+er | 43 |
| **181 u.c.e (soit 12,21%)** | |

| CLASSE 2 | |
|---|---|
| **Forme réduite** | **Khi2** |
| conseil< | 507 |
| administrat< | 296 |
| surveillance+ | 162 |
| interet+ | 112 |
| actionnaire+ | 77 |
| recommand+er | 76 |
| consider+er | 72 |
| reun+ir | 63 |
| independ+ant | 60 |
| assemblee+ | 57 |
| reponse+ | 51 |
| expert+ | 50 |
| sollicit+er | 48 |
| genera+l | 45 |
| abs+ent | 39 |
| **299 u.c.e (soit 20,18%)** | |

| CLASSE 4 | |
|---|---|
| **Forme réduite** | **Khi2** |
| chiffre+ | 207 |
| affaire+ | 194 |
| exploit+er | 109 |
| million+ | 84 |
| marge+ | 62 |
| brut+ | 56 |
| excedent | 56 |
| excell+ent | 53 |
| effecti+f | 50 |
| progressi+f | 50 |
| realis+er | 42 |
| combine+ | 42 |
| net+ | 41 |
| consolid+er | 38 |
| hausse+ | 38 |
| **97 u.c.e (soit 6,55%)** | |

| CLASSE 1 | |
|---|---|
| **Forme réduite** | **Khi2** |
| client+ | 102 |
| produit+ | 91 |
| mondia+l | 88 |
| technolog< | 88 |
| leader+ | 80 |
| croissance+ | 68 |
| nous | 64 |
| integr+er | 63 |
| developpement+ | 60 |
| strateg+ | 59 |
| synergies | 58 |
| solution+ | 58 |
| entreprise+ | 56 |
| developp+er | 51 |
| innov+er | 51 |
| **337 u.c.e (soit 22,74%)** | |

Différents types de réduction sont opérés dans Alceste : (i) Réduction par reconnaissance uniquement de la racine (ii) Réduction par reconnaissance de la désinence seulement et dans le cas où plusieurs formes du corpus commencent par la même racine. Ainsi, les formes réduites terminent par le symbole « < » ou le symbole « + ». Par exemple concert+ peut désigner les termes employés « concertation », « concerter », « de concert ».

## 4. Discussion des résultats

L'objectif de cette section est de mettre en exergue des profils de diffusion volontaire en se focalisant sur les motivations poursuivies par l'(les) entreprise(s) émettrice(s) (4.1). Une analyse complémentaire est effectuée sur la base d'une analyse factorielle des correspondances (4.2).

### 4.1 Mise en évidence des profils de diffusion

Les profils de diffusion sont caractéristiques du type d'offre et/ou d'entreprise. Quatre profils ont ainsi été identifiés.

La classe 1 nous permet d'établir un premier profil de diffusion. Ce profil concerne des offres amicales et volontaires pour lesquelles les communiqués sont communs aux entreprises acquéreuse et cible. L'étude des formes caractéristiques de cette classe a mis en exergue une communication centrée sur les synergies. Plus généralement, l'accent est mis sur les conséquences positives des opérations. L'opportunité que représente l'offre en termes de développement, croissance et synergies est ainsi mise en avant.

Une des motivations implicites est de convaincre les parties prenantes du bien-fondé de l'opération. En effet, ces communiqués ne semblent pas s'adresser prioritairement aux actionnaires, mais plutôt à d'autres parties prenantes. L'étude des formes non-caractéristiques (non reportée ici) révèle que la forme « actionnaire+ » est moins souvent présente dans les u.c.e de la classe 1 que dans les u.c.e des autres classes. La classe 1 caractérisant des offres volontaires et amicales et des communiqués communs cible/acquéreuse, il est probable que les actionnaires de la cible ne seront pas réticents à l'opération du fait de l'accord préalable des deux conseils impliqués (CA ou CS). Ceci peut donc justifier le fait que les destinataires des communiqués ne soient pas en priorité les actionnaires mais d'autres parties prenantes. Celles-ci semblent être principalement les clients. En effet, la forme « client+ » fait partie des 15 formes les plus caractéristiques de la classe 1 (cf schéma 2). Les opérations caractéristiques de la classe 1 ont en général une logique sectorielle visant l'accroissement des parts de marché et l'atteinte d'une position de leader. Cette logique justifie donc un discours essentiellement tourné vers les clients des entreprises impliquées. Cette volonté de convaincre de l'intérêt de l'opération se perçoit également à travers le type de communiqué puisqu'il est commun aux deux entités concernées. Le vocabulaire « nous » est très fréquent ici (il se retrouve parmi les formes les plus représentatives de la classe) et témoigne de l'entente préalable cible/acquéreuse sur les finalités de l'opération.

La classe 2 met en évidence un deuxième profil de diffusion relatif aux entreprises cibles d'offres hostiles et volontaires[15]. Dans leurs communiqués, les cibles cherchent avant tout à faire connaître leur opposition à l'offre en s'adressant essentiellement à leurs actionnaires. La 5ème forme la plus caractéristique de cette classe est « actionnaire+ ». Il s'agit donc de les convaincre de s'opposer à l'offre qui n'est en l'état pas jugée acceptable par les dirigeants de

[15] A noter que les offres hostiles sont implicitement de nature volontaire.

la cible. Il peut également s'agir de signaler à l'acquéreuse que les dirigeants ont l'intention de se défendre et de résister à l'offre.

Il est intéressant de souligner qu'on se situe finalement assez loin du vocabulaire « guerrier » ou « chevaleresque » (Lamendour 2010) auquel on aurait pu s'attendre lors de ce type d'opérations. Egalement, peu de doutes sont exprimés quant aux capacités des dirigeants de l'acquéreuse concernant la mise en œuvre des synergies entre les entreprises cible et acquéreuse. Une telle stratégie de diffusion d'informations ne semble pas être mise en œuvre dans le but ultime de faire échouer l'opération. En effet, en mettant l'accent sur l'insuffisance du prix d'offre, l'objectif semble plutôt être de favoriser le dépôt d'une offre en surenchère. On rejoint ainsi les résultats de Cooke et al. (1998) et de Brennan (1999).

La classe 3 témoigne d'un troisième profil de diffusion relatif aux offres obligatoires. Dans ce cas, les communiqués sont assez descriptifs, voire factuels, et ce quel que soit l'émetteur. Le plus souvent, les différentes étapes ayant conduit au dépôt obligatoire de l'offre sont rappelées. Il n'y a pas de réelle volonté de convaincre les actionnaires d'accepter l'opération qui leur est proposée. Il est possible que le dépôt de l'offre obligatoire résulte d'un processus de rapprochement antérieur au cours duquel des informations plus précises concernant la logique et les intérêts de l'opération aient déjà été diffusées. L'entreprise acquéreuse détenant une part conséquente du capital, l'issue de l'offre peut sembler quelque peu inéluctable, ce qui expliquerait la différence au niveau lexical entre offres amicales volontaires et obligatoires.

La classe 4 ne permet pas l'émergence d'un profil particulier. En effet, le vocabulaire de cette classe, qui est un vocabulaire comptable essentiellement, ne ressort pas comme spécifique à un type d'offre ou à un émetteur. De manière générale, les données comptables, vont permettre d'apporter une certaine crédibilité aux arguments avancés dans les communiqués de presse. Il s'agit d'ailleurs parfois de données prévisionnelles. Du point de vue de la cible, les données comptables vont venir illustrer la recommandation du CA ou CS. Si l'offre est inamicale, elles contribuent à mettre en exergue l'inadéquation du prix d'offre par rapport aux performances et/ou perspectives de la cible. S'agissant des offres amicales, il s'agit au contraire de souligner la prise en compte dans les termes de l'offre des performances et/ou perspectives de la cible. Du point de vue de l'entreprise acquéreuse, le communiqué met en avant les « bonnes » performances et peut ainsi contribuer à légitimer le lancement de l'opération, que celle-ci soit amicale ou inamicale.

Enfin la classe 5 reflète un quatrième profil de diffusion qui porte essentiellement sur les résultats de l'offre (provisoires et définitifs). Il s'agit des communiqués des entreprises acquéreuses (quel que soit le type d'opération) diffusés après la clôture de l'offre. Même si les résultats font l'objet d'une publication par l'AMF, dans la pratique, on observe qu'ils donnent lieu à la diffusion d'un ou plusieurs communiqués de presse à l'initiative de l'entreprise acquéreuse. Ces communiqués sont l'occasion de remercier les actionnaires pour leur adhésion au projet de rapprochement et marquent la fin de la période d'offre. Après clôture provisoire de l'offre, ils peuvent aussi être un moyen pour l'entreprise acquéreuse de convaincre les derniers actionnaires n'ayant pas apporté leurs titres à l'offre, et ce afin d'obtenir la part de capital nécessaire à la mise en œuvre d'une procédure de retrait obligatoire.

Quatre profils semblent donc se distinguer selon le type d'offre et/ou d'émetteur. Pour conforter nos résultats, l'étude se poursuit par une analyse factorielle des correspondances (AFC).

### 4.2 Analyse complémentaire

Pour conforter les profils de diffusion mis en exergue, la discussion est complétée par une analyse factorielle des correspondances (AFC) en corrélations. Celle-ci permet de synthétiser sur une même représentation graphique (schéma 3) l'ensemble des résultats obtenus, à savoir : la position relative des classes les unes par rapport aux autres, les principales formes caractéristiques de chaque classe et la position des modalités des mots étoilés (type d'offre : amical/hostile, volontaire/obligatoire, type d'émetteur : cible/acquéreuse/les deux).

La représentation graphique (schéma 3) retient un plan factoriel à partir de deux axes qui expliquent 64% de l'inertie totale. Plus précisément, l'axe horizontal explique 40% de l'inertie alors que l'axe vertical n'en explique que 24%. Cette représentation graphique va permettre de juger de la plus ou moins grande discrimination des formes caractéristiques par rapport au plan factoriel. A première vue, une classe semble particulièrement se détacher des autres. Il s'agit de la classe 2 relative aux offres hostiles et aux communiqués émis par les cibles.

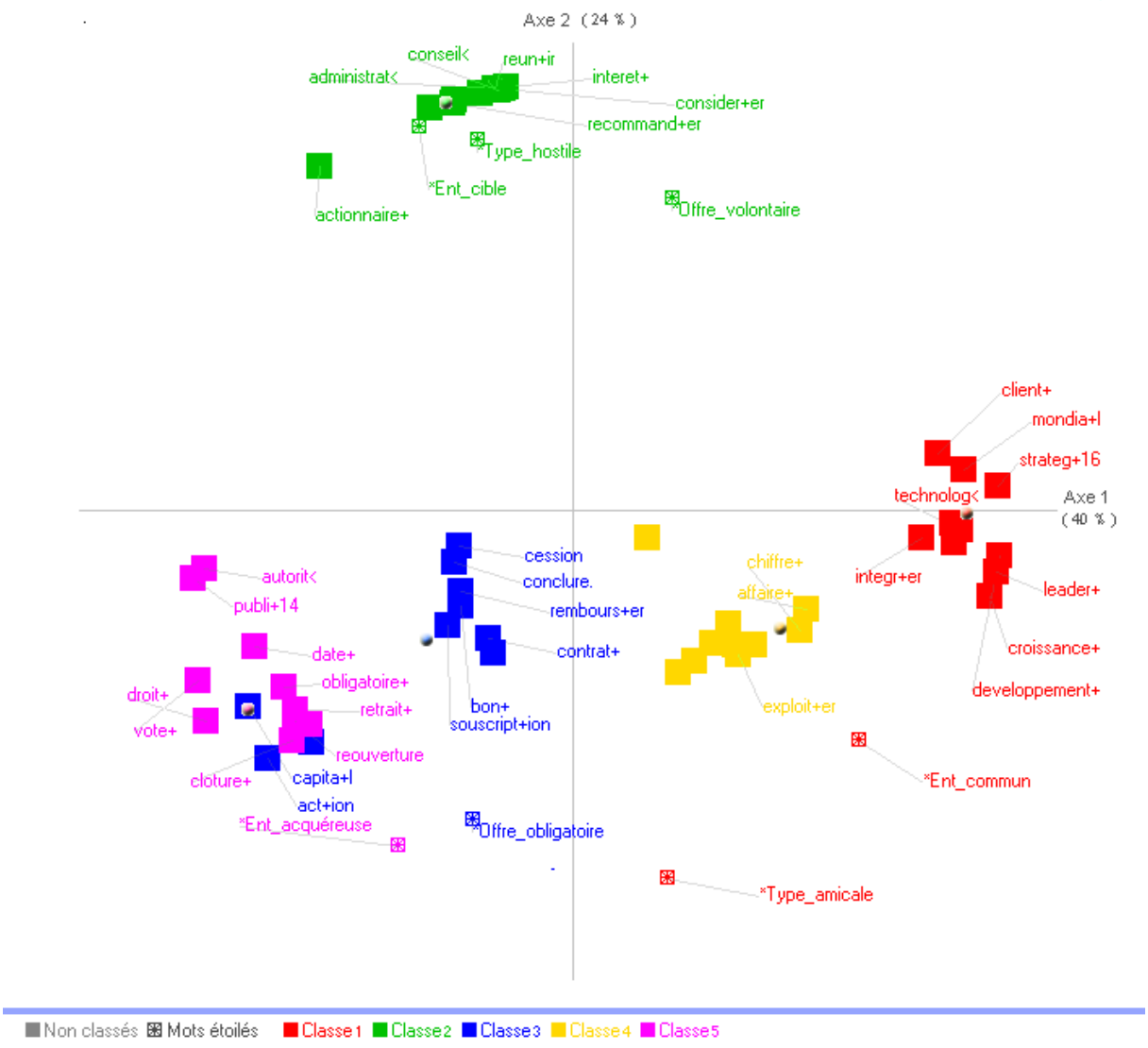
Le premier axe (horizontal) fait ressortir une nette opposition entre les classes 1 et 5, venant renforcer l'existence de deux profils de diffusion distincts. C'est ainsi que la classe 1 correspond au profil de diffusion des offres amicales et volontaires et des communiqués communs aux deux entreprises impliquées. Quant à la classe 5, elle est représentative des communiqués présentant les résultats de l'offre, ces communiqués étant principalement diffusés à l'initiative des entreprises acquéreuses. Au-delà d'une différence liée au type d'émetteur, il est à noter que si le vocabulaire de la classe 1 se veut nettement stratégique avec une communication centrée sur les synergies attendues, celui de la classe 5 est beaucoup plus général et est plutôt caractéristique du type d'opérations étudiées.

Le second axe (vertical) semble quant à lui opposer les classes 2 et 3. L'existence de deux profils de diffusion distincts apparaît comme confirmée. La classe 2 est représentative des communiqués des cibles et des offres hostiles témoignant d'une certaine opposition à l'offre. La classe 3 est quant à elle représentative des offres obligatoires. Elle se retrouve relativement proche du centre d'inertie et reflète un discours peu marqué dans le cas d'offres de ce type. Il s'agit en effet d'un profil de diffusion de nature descriptive et factuelle sans volonté véritable de convaincre. Le communiqué étant volontaire et son vocabulaire relativement neutre, on peut penser que l'objectif poursuivi est ici plutôt informatif et témoigne d'une volonté des dirigeants d'être transparents quant aux modalités du rapprochement.

Chaque axe se caractérise ainsi par l'opposition de deux classes au vocabulaire très différencié : un vocabulaire relativement neutre, lié au type d'opérations étudiées, et un vocabulaire non standardisé qui témoigne soit de l'opposition à l'offre (cas des offres hostiles) soit des synergies attendues (cas des offres amicales). Il est à noter que les classes 1 et 2 sont éloignées du centre d'inertie, ce qui confirme l'idée d'un vocabulaire non standardisé marqué à la fois par le type d'offre et le type d'émetteur.

Au final, 4 profils de diffusion sont mis en évidence en fonction du type d'émetteur et d'offre. Si une variable relative à l'année du lancement de l'opération a été introduite lors de l'analyse, on constate que celle-ci ne ressort pas comme associée de manière significative à l'une des classes. Ceci indique que le discours utilisé dans les communiqués est fondé sur les caractéristiques de l'offre et des entreprises et non sur la période de lancement de l'opération. Ainsi, il y a une relative indépendance entre le vocabulaire employé et le contexte économique.

**Schéma 3 : Représentation des classes selon l'analyse factorielle des correspondances**




## Conclusion

L'objectif de la présente recherche était d'étudier le comportement des entreprises acquéreuse et cible qui diffusent volontairement des communiqués de presse entre l'annonce de l'opération et la publication des résultats définitifs de l'offre. Une analyse lexicale de 129 communiqués de presse diffusés dans le cadre de 32 OPA/OPE visées par l'AMF entre

décembre 2006 et juin 2011 a été effectuée. Les résultats révèlent l'existence de 4 profils de diffusion selon le type d'émetteur (acquéreuse et/ou cible) et d'offre (amicale ou hostile, obligatoire ou volontaire). A chaque profil correspondent des motivations poursuivies par l'émetteur des communiqués différentes.

Le premier profil de diffusion est caractéristique des communiqués communs aux entreprises cibles et acquéreuses à propos d'offres amicales et volontaires : le communiqué est centré sur les synergies attendues traduisant ainsi la volonté des entreprises de convaincre sur le bien-fondé de l'opération. Le deuxième profil est celui des entreprises cibles d'offres hostiles : le communiqué fait ici état des raisons d'opposition à l'offre et se veut un moyen de peser sur les termes de l'opération. Les deux derniers profils sont relativement factuels, l'un concerne les modalités de l'offre dans le cas des rapprochements obligatoires, l'autre émane des acquéreuses et traduit les résultats de l'opération. Il s'agit dans les deux cas de communiqués informatifs.

L'intérêt de cette recherche se situe à plusieurs niveaux. Tout d'abord au niveau académique, les études sur le thème de la diffusion volontaire d'informations lors des OPA/OPE restent, à ce jour, peu nombreuses. La plupart se focalisent du point de vue de la cible ou de l'acquéreuse et s'intéressent à un seul type d'information volontaire (e.g. Brennan 1999 ; 2000 ; Martinez et Nègre 2011). Dans le cadre de cette recherche, nous adoptons une double perspective cible/acquéreuse et nous nous intéressons au contenu des communiqués de presse volontaires dans son ensemble. Une autre contribution est liée au support de diffusion d'informations étudié : les communiqués de presse, ces derniers demeurant peu étudiés particulièrement dans le contexte européen (Brennan et al. 2009). Enfin, cette recherche est, à notre connaissance, la première à s'intéresser à l'influence du type obligatoire ou volontaire de l'offre sur les comportements de diffusion d'informations. Au niveau méthodologique, nous avons fait le choix de l'analyse automatisée des données textuelles car il s'agit d'un « *moyen de regarder plus objectivement et plus rigoureusement, le contenu au travers d'indicateurs statistiques plutôt que par des impressions premières et évaluations personnelles* » (Gavard-Perret et Helme-Guizon 2008, p. 265). Toute subjectivité du chercheur n'est pour autant pas éliminée, puisque celui-ci intervient par exemple dans la dénomination des classes (Platet-Pierrot et Giordano-Spring 2011).

Les limites de ce travail sont essentiellement liées au fonctionnement du logiciel ALCESTE. Le découpage en u.c.e est en effet parfois discuté, notamment parce qu'une u.c.e ne correspond pas forcément à une unité ayant un sens (Dalud-Vincent 2011). De façon plus générale, les points faibles d'Alceste concernent surtout une lemmatisation jugée approximative ainsi qu'un manque de stabilité des résultats selon les paramètres retenus (Helme-Guizon et Gavard-Perret 2004). Afin de pallier cette limite, nous avons vérifié que le nombre de classes ainsi que les grandes lignes de leur composition ne variaient pas selon le nombre de variables introduites. Enfin, si nous avons fait le choix des communiqués de presse, principal support de diffusion d'informations dans un tel contexte, d'autres supports peuvent être utilisés par les entreprises cible et acquéreuse.

Ainsi, un premier prolongement de ce travail pourrait être d'étendre cette analyse lexicale à d'autres supports tels que les lettres aux actionnaires ou encore les campagnes de publicité. Une autre voie de recherche envisagée est l'analyse des communiqués de presse à la lumière de la gestion des impressions.

## BIBLIOGRAPHIE


Aerts, W., Cormier, D. (2009). Media legitimacy and corporate environmental communication. *Accounting, Organizations and Society* 34 (1): 1-27.

Albouy, M. (2005). Les histoires racontées aux actionnaires. *Revue Française de Gestion* 159 (6): 213-231.

Albouy, M., Schatt, A. (2004). La prise de contrôle par les actionnaires contestataires : le cas André. *Finance Contrôle Stratégie* 7 (2): 33-65.

Bejar, Y. (2006). La Valeur Informationnelle du Capital Immatériel - Application aux Entreprises Technologiques Nouvellement Introduites En Bourse (1997 – 2004). Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.

Bilson, C., Heaney, R., Powell, J. G., Shi, J. (2003). The Decision to Voluntary Provide an IPO Prospectus Earnings Forecast : Theoretical Implications and Empirical Evidence. Cahier de recherche, Australian National University.

Brennan, N. M. (1999). Voluntary Disclosure of Profit Forecasts by Target Companies in Takeover Bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 26 (7&8): 883-917.

Brennan, N. M. (2000). An empirical examination of forecast disclosure by bidding companies. *Accounting and Business Research* 30 (3): 175-194.

Brennan, N. M., Guillamon-Saorin, E., Pierce, A. (2009). Impression Management: Developing and Illustrating a Scheme of Analysis for Narrative Disclosures - A Methodological Note. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 22 (5): 789-832.

Brockman, P., Khurana, I. K., Martin, X. (2008). Voluntary disclosures around share repurchases. *Journal of Financial Economics* 89 (1): 175-191.

Brockman, P., Martin, X. (2008). Voluntary Disclosures around Corporate Acquisitions. Cahier de recherche, University of Missouri.

Brown, S., Hillegeist, S. A., Lo, K. (2004). Conference Calls and Information Asymmetry. *Journal of Accounting and Economics* 37 (3): 343-366.

Bukh, P. N., Nielsen, C., Gormsen, P., Mouritsen, J. (2005). Disclosure of information on intellectual capital in Danish IPO Prospectuses. *Accounting, Auditing & Accountability Journal* 18 (6): 713-732.

Cazavan-Jeny, A., Jeanjean, T. (2007). Levels of voluntary disclosure in IPO prospectuses: An empirical analysis. *Review of Accounting and Finance* 6 (2): 131-149.

Chekkar, R. (2007). L'émergence de la communication financière dans les sociétés françaises cotées contribution à l'analyse de la relation entre l'entreprise et ses investisseurs le cas Saint-Gobain. Doctorat en sciences de gestion, Orléans: Université Orléans.

Chekkar, R., Onnée, S. (2006). Les discours managériaux dans le processus de communication financière : une analyse longitudinale du cas Saint-Gobain. *Entreprises et histoire* 42 (1): 1-18.

Chekkar, R., Onnée, S. (2010). Gestion de la relation avec les parties prenantes et communication financière dans un contexte de crise : le cas de la Société Générale de 1988 à 1999. 20ème congrès des IAE, Strasbourg.

Chong, B. S., Ho, K. W. (2007). Lockup and Voluntary Earnings Forecast Disclosure in IPOs. *Financial Management* 36 (3): 63-80.

Clarkson, P. M., Dontoh, A., Richardson, G., Sefcik, S. E. (1992). The Voluntary Inclusion of Earnings Forecasts in IPO Prospectuses. *Contemporary Accounting Research* 8 (2): 601-626.

Cooke, T. E. (1989). Voluntary Corporate Disclosure by Swedish Companies. *Journal of International Financial Management and Accounting* 1 (2): 171-195.

Cooke, T. E., Luther, R. G., Pearson, B. R. (1998). The information content of defence documents in UK hostile take-over bids. *Journal of Business Finance & Accounting* 25 (1&2): 115–143.

Dalud-Vincent, M. (2011). Alceste comme outil de traitement d'entretiens semi-directifs : essai et critiques pour un usage en sociologie. *Langage et société* 135 (1): 9-28.

Depoers, F. (1999). Contribution à l'analyse des déterminants de l'offre volontaire d'information des sociétés cotées. Doctorat en sciences de gestion, Paris: Université Paris Dauphine.

Dutordoir, M., Roosenboom, P., Vasconcelos, M. (2010). Synergy Disclosures in Mergers and Acquisitions. Cahier de recherche, Manchester Business School and Rotterdam School of Management.

Duyck, J. Y. (2001). Ordinateur et méthodes qualitatives en Gestion : une application aux questions ouvertes. *La Revue des Sciences de Gestion*, Direction et Gestion, 187: 53-71.

Duyck, J. Y. (2002). Crise économique et discours : quelques réflexions autour du mot du Président. *Revue Gestion 2000* 6: 111-129.

Ettredge, M., Richardson, V. J., Scholz, S. (2002). Dissemination of information for investors at corporate Web sites. *Journal of Accounting and Public Policy* 21 (4&5): 357-369.

Fallery, B., Rodhain, F. (2007). Quatre approches pour l'analyse de données textuelles : lexicale linguistique, cognitive, thématique. 16ème Conférence Internationale de Management Stratégique, Montréal.

Firth, M. (1979). The Impact of Size, Stock Market Quotation, and Auditors on Voluntary Disclosure in Corporate Annual Reports. *Accounting and Business Research* 9 (3): 273-280.

Floquet, M. (2010). Informations aux actionnaires et informations aux salariés : Une analyse textuelle du rapport annuel et du rapport de l'expert-comptable du comité d'entreprise. 31ème congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Nice.

Frankel, R., Johnson, M., Skinner, D. J. (1999). An Empirical Examination of Conference Calls as a Voluntary Disclosure Medium. *Journal of Accounting Research* 37 (1): 133–150.

Garcia Osma, B., Guillamon-Saorin, E. (2011). Corporate governance and impression management in annual results press releases. *Accounting Organizations and Society* 36 (4&5): 187-208.

Gavard-Perret, M. L., Helme-Guizon, A. (2008). Choisir parmi les techniques spécifiques d'analyse qualitative. In *Méthodologie de la recherche* (Eds, Gavard-Perret, M. L., Gotteland, D., Haon, C., Jolibert, A.). Paris: Pearson Education, 247-279.

Gavard-Perret, M. L, Moscarola, J. (1998). Enoncé ou énonciation ? Deux objets différents de l'analyse lexicale en marketing. *Recherche et Applications en Marketing* 13 (2): 31-47.

Ge, R., Lennox, C. (2011). Do acquirers disclose good news or withhold bad news when they finance their acquisitions using equity? *Review of Accounting Studies* 16 (1): 183-217.

Hafzalla, N. M. (2009). Managerial incentives for discretionary disclosure: evidence from management leveraged buyouts. *Review of Accounting Studies* 14 (4): 507-533.

Helme-Guizon, A., Gavard-Perret, M. L. (2004). L'analyse automatisée de données textuelles en Marketing : Comparaison de trois logiciels. *Decisions Marketing* 36: 75-90.

Hitz, J. M. (2010). Press Release Disclosure of 'Pro Forma' Earnings Metrics by Large German Corporations – Empirical Evidence and Regulatory Recommendations. *Accounting in Europe* 7 (1): 63-86.

Husson, B. (1987). *La prise de contrôle d'entreprises*. Paris: Presse Universitaire de France.

Isidro, H., Marques, A. (2008). Non-GAAP financial disclosures: Evidence from European firms' press releases. Annual Meeting of the American Accounting Association, Anaheim, CA.

Jo, H., Kim, Y. (2007). Disclosure frequency and earnings management. *Journal of Financial Economics* 84 (2): 561-590.

Kimbrough, M. D., Louis, H. (2011). Voluntary Disclosure to Influence Investor Reactions to Merger Announcements: An Examination of Conference Calls. *The Accounting Review* 86 (2): 637-667.

Lamendour, E. (2010). Le chevalier blanc défenseur de l'industrie française ou rhétorique comme outil de stratégie industrielle. 15ème Journées d'Histoire de la Comptabilité et du Management, Paris.

Lang, M., Lundholm, R. (2000). Voluntary Disclosure and Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hyping the Stock? *Contemporary Accounting Research* 17 (4): 623-662.

Lebart, L., Salem, A. (1994). *Statistique textuelle*. Paris: Dunod.

Ledoux, M. J., Cormier, D. (2011). La pertinence du reporting volontaire sur le capital incorporel pour les marchés boursiers pré/post adoption des IFRS. Cahier de recherche, ESG UQAM.

Leone, A. J., Rock, S., Willenborg, M. (2007). Disclosure of Intended Use of Proceeds and Underpricing in Initial Public Offerings. *Journal of Accounting Research* 45 (1): 111-153.

Li, L. (2010). L'offre d'information volontaire par Internet et le gouvernement des entreprises françaises. *Finance Contrôle Stratégie* 13 (4): 101-137.

Maat, H. P. (2007). How promotional language in press releases is dealt with by journalists – Genre Mixing or Genre Conflict? *Journal of Business Communication* 44 (1): 59-95.

Marchand P. (1998). *L'analyse du discours assistée par ordinateur*. Paris: Armand Colin.

Marchand, P. (2007). Concepts, méthodes, outils. In *Analyse statistique de données textuelles en sciences de gestion* (Eds, Gauzente, C., Peyrat-Guillard, D**.)**. Colombelles: Editions Management et Société, 46-70.

Martinez, I., Nègre, E. (2011). Les déterminants de la communication volontaire des entreprises cibles d'OPA/OPE : le cas des synergies. 32ème congrès annuel de l'Association Francophone de Comptabilité, Montpellier.

Meek, G. K., Roberts, C. B., Gray, S. J. (1995). Factors Influencing Voluntary Annual Report Disclosures by US, UK and Continental European Multinational Corporations. *Journal of International Business Studies* 26 (3): 555-572.

Newman, K. (1983). Financial Communications and the Contested Take-over Bid, 1958-1982. *International Journal of Advertising* 2: 47-68.

Peyrat-Guillard, D. (2007). L'analyse de données textuelles avec Alceste et Wordmapper : une exploration complémentaire des formes d'implication au travail. *In Analyse de données textuelles en sciences de gestion* (Eds, Gauzente, C., Peyrat-Guillard, D**.)**. Colombelles: Editions Management et Société, 109-130.

Platet-Pierrot, F., Giordano-Spring, S. (2011). Des entreprises responsables : à l'égard de qui et à quel propos ? Une étude du message du président de sociétés cotées françaises. *Management et Avenir* 45: 62-79.

Raffournier, B. (1995). The determinants of voluntary financial disclosure by Swiss listed companies. *European Accounting Review* 4 (2): 261-280.

Reinert, M. (1983). Une méthode de classification descendante hiérarchique : Application à l'analyse lexicale par contexte. *Cahiers de l'Analyse des Données* 3: 187-198

Reinert, M. (1990). ALCESTE, Une méthodologie d'analyse des données textuelles et une application : Aurélia de Gérard de Nerval. *Bulletin de méthodologie sociologique* 26 (1): 24-54.

Reinert, M. (2007). Contenu des discours et approche statistique. In *Analyse statistique de données textuelles en sciences de gestion* (Eds, Gauzente, C., Peyrat-Guillard, D.**)**. Colombelles: Editions Management et Société, 21-45.

Rivière, A. (2010). Politique de réduction des coûts et communication financière : ritualisme, opportunisme ou nomadisme ? *Comptabilité-Contrôle-Audit* 16 (2): 127-158.

Shivdasani, A. (1993). Board composition, ownership structure, and hostile takeovers. *Journal of Accounting and Economics* 16: 167-195.

Singh, I., Van der Zahn, J-L. W. M. (2008). Determinants of intellectual capital disclosure in prospectuses of initial public offerings. *Accounting and Business Research* 38 (5): 409-431.

Sirower, M. L., Lipin, S. (2003). Investor Communications: New Rules for M&A Success. *Financial Executive*: 26-30.

Sudarsanam, P. S. (1995). The role of defensive strategies and ownership structure of target firms: Evidence from UK hostile takeover bids. *European Financial Management* 1 (3): 223-240.

Tasker, S. (1998). Bridging the Information Gap: Quarterly Conference Calls as a Medium for Voluntary Disclosure. *Review of Accounting Studies* 3 (1&2): 137–167.

Trabelsi, S., Labelle, R., Dumontier, P. (2008). Incremental Voluntary Disclosure on Corporate Websites, Determinants and Consequences. Journal of Contemporary Accounting & Economics 4 (2): 120-155.

Travlos, N. G. (1987). Corporate Takeover Bids, Methods of Payment, and Bidding Firms' Stock Returns. *The Journal of Finance* 42 (4): 943-963.

Wandler, S. A. (2007). Voluntary Disclosures in Mergers and Acquisitions. Doctorat en sciences de gestion, Louisiane: Université Louisiane.

## Annexe 1 : Liste des offres publiques d'acquisition de l'échantillon

La date de l'opération correspond à la date de dépôt à l'AMF du projet de note d'information par l'entreprise acquéreuse.

| Acquéreuse | Cible | Date de l'opération |
|---|---|---|
| Bigben Interactive | Modelabs Group | 23/05/2011 |
| Solvay | Rhodia | 06/04/2011 |
| Financière des Minquiers | Cofigeo | 29/03/2011 |
| Ares Life Sciences | Stallergenes | 15/12/2010 |
| As Online Beteiligungs GmbH | SeLoger.com | 28/09/2010 |
| Partners in action | Solving efeso | 05/07/2010 |
| Honeywell | Sperian Protection | 20/05/2010 |
| Jacquet Metals | IMS | 03/02/2010 |
| Siegco | Valtech | 23/10/2009 |
| Gecina | Gecimed | 02/03/2009 |
| HP2M | Sodifrance | 20/01/2009 |
| Thales | CMT Medical Technologies | 18/12/2008 |
| Sierra Wireless | Wavecom | 02/12/2008 |
| Gemalto | Wavecom | 06/10/2008 |
| Iamgold Corporation | Euro ressources SA | 29/08/2008 |
| Citloi | Ilog | 26/08/2008 |
| Groupe Open | Sylis | 07/07/2008 |
| Leon Invest 2 | Leon de Bruxelles | 29/04/2008 |
| SNCF Participations | Geodis | 28/04/2008 |
| West International Holdings Limited | Genesys SA | 19/02/2008 |
| Finapertel | CCA International | 21/11/2007 |
| SAP France SA | Business Objects | 22/10/2007 |
| As Online Beteiligungs GmbH | AuFeminin.com | 27/07/2007 |
| Financière Evialis | Evialis | 10/07/2007 |
| Publicis Groupe SA | Business Interactif | 10/07/2007 |
| Vinci | Entrepose contracting | 21/06/2007 |
| FS Participation SAS | GFI informatique | 25/05/2007 |
| Avanquest software sa | Emme | 06/02/2007 |
| NYSE Euronext, Inc. | Euronext NV | 09/01/2007 |
| Crédit Foncier de France | Locindus SA | 21/12/2006 |
| Camelia Participations | Prosodie | 08/12/2006 |
| Team Partners Group Holding SAS | Team Partners Group | 06/12/2006 |