

LA COMMUNICATION RÉGLEMENTÉE DE LA PME FRANÇAISE SUR LA GESTION DES RISQUES : UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE



Christine TEYSSIER, maître de conférences

COACTIS
Université de Lyon
UJM Saint-Etienne
christine.teyssier@univ-st-etienne.fr

Résumé

Pour rassurer leurs parties prenantes et entrer en conformité avec les nombreuses réglementations qui se sont développées ces dix dernières années en matière de gestion des risques, les entreprises sont aujourd'hui contraintes à « rendre des comptes » sur la façon dont elles entendent gérer les multiples risques qu'elles encourent. Si les grandes entreprises sont rompues à cette pratique, on peut s'interroger sur la difficulté et l'enjeu de l'exercice pour les PME, au sein desquelles l'outillage et les mécanismes de régulation sont naturellement moins développés et plus informels. L'objet de ce travail consiste, sur la base d'une étude des documents de base établis par trois PME françaises au moment de leur introduction en bourse, à analyser leurs démarches de communication réglementée en matière de gestion des risques. Nous montrons que les PME adoptent des comportements relativement différenciés en termes de communication réglementée, et s'approprient parfois cette communication au-delà des exigences légales qui s'imposent à elles. Nous cherchons dans la nature des dispositifs de gouvernance de l'entreprise une explication aux disparités observées. La clarté de la communication externe en matière de gestion des risques peut être considérée, pour la PME comme pour la grande entreprise, comme un levier majeur pour accéder à des ressources nouvelles, notamment financières. Communiquer sur la stratégie ne suffit plus, l'entreprise doit aussi communiquer sur la façon dont elle entend sécuriser l'atteinte des différents objectifs qu'elle s'est fixés.

Mots-clés : gestion des risques, PME, communication réglementée, gouvernance

LA COMMUNICATION RÈGLEMENTÉE DE LA PME FRANÇAISE SUR LA GESTION DES RISQUES : UNE ÉTUDE EXPLORATOIRE

Introduction

Le risque représente la possibilité qu'un événement survienne et dont les conséquences seraient susceptibles d'affecter les personnes, les actifs, l'environnement, les objectifs ou la réputation d'une entreprise (AMF, 2010a). Or, la prise de risque est inhérente à toute entreprise, quelle que soit sa taille et son activité (Verbano et Venturini, 2013) ; sans prise de risque, il n'existe ni croissance, ni création de valeur. Mais si les risques ne sont pas correctement gérés et maîtrisés, ils peuvent affecter la capacité de l'entreprise à atteindre ses objectifs. Un risque est souvent caractérisé en référence à des événements potentiels (origines des risques) et des effets potentiels (conséquences des risques), ou alors à une combinaison des deux. Par ailleurs, le concept de risques ne se limite pas uniquement aux conséquences négatives d'un événement (ISO, 2009). La possibilité qu'un événement, en survenant, ait une incidence positive sur la réalisation des objectifs, constitue de ce fait une opportunité pour la création ou la préservation de valeur (COSO, 2004 ; Brustbauer, 2014).

Sur les dix dernières années, la thématique de la gestion des risques a suscité un intérêt grandissant auprès des managers, des partenaires de l'entreprise (investisseurs, régulateurs...), mais aussi des communautés de chercheurs. Les grandes entreprises et les entreprises de taille intermédiaire (ETI) ont formalisé des dispositifs composites, orientés vers une approche « intégrée » de la gestion des risques en rupture avec les outils traditionnels plus fragmentés par natures de risques (Nocco et Stulz, 2006 ; Pagach et Warr, 2011 ; Hoyt et Liebenberg, 2011 ; Farrell et Gallagher, 2014). Nous assistons aujourd'hui à un mouvement d'expansion de la « culture du risque » dans de très nombreuses formes organisationnelles, y compris celles qui n'y sont pas contraintes réglementairement (Kleffner et al., 2003). Dans les PME toutefois, la gestion des risques reste une préoccupation implicite des dirigeants. Dans la plupart d'entre elles, la sensibilisation à cette question commence généralement par la gestion du risque financier lié au défaut de paiement des clients et revient fréquemment au directeur administratif et financier, appuyé par la direction générale. Les préoccupations de la PME restent très éloignées de celles de la grande entreprise dans ce domaine : les dispositifs de gestion des risques, de reporting, de contrôle y sont considérés comme complexes, surdimensionnés et coûteux (Gao et al., 2011). Pour autant, les dirigeants de PME sont largement plus exposés aux impacts potentiels des risques encourus que ceux des sociétés de plus grande taille, en raison des caractéristiques structurelles de leur entreprise et de la relative faiblesse de ses ressources (Islam et Tedford, 2012 ; Verbano et Venturini, 2013). Ils sont fréquemment conduits à s'interroger sur la gestion des risques lorsque leur entreprise franchit une étape dans son développement (acquisitions externes, ouverture à l'international, introduction en bourse), tout en conservant une approche très pragmatique, progressive et proportionnée aux enjeux, condition *sine qua non* à la pérennité de la démarche dans le temps.

La littérature de recherche sur la gestion des risques dans la PME est relativement récente et de nombreuses questions de recherche restent encore à investiguer (Verbano et Venturini, 2013).

Le projet de recherche que nous portons actuellement intitulé « gestion des risques et gouvernance dans les PME et ETI » nous a conduits à approfondir la problématique de la communication réglementée des entreprises sur la gestion des risques. Sur le plan institutionnel, les vingt dernières années ont été fécondes en matière de gestion des risques, suite aux divers scandales financiers qui ont renforcé les exigences de contrôle des entreprises sur leurs activités. Au niveau français, le cadre réglementaire s'inscrit dans la Loi de Sécurité Financière (LSF), adoptée par le parlement français le 17 juillet 2003. Ses principes fondamentaux reposent sur une responsabilité accrue des dirigeants, un renforcement des dispositifs de contrôle interne et une réduction des sources de conflits d'intérêts, notamment par le biais d'un accroissement de la communication et de la transparence envers les différentes parties prenantes de l'entreprise. Ainsi, le développement exponentiel des lois et des réglementations s'est accompagné en France, comme dans de nombreux pays, d'un accroissement de « l'obligation pour les entreprises de rendre des comptes » (*accountability*) qui s'est généralisée dans tous les domaines (Hale, 2008 ; Dumez, 2008). Les nouvelles exigences d'informations externes ont largement accru le risque de « découplage » entre les pratiques opérationnelles au sein de l'organisation et les pratiques de communication destinées à entrer en conformité avec la réglementation et accroître la confiance des parties prenantes (Zelinschi et al., 2013). Dans les grandes entreprises et les ETI, ce risque est limité¹. Les dispositifs de management des risques y sont très largement formalisés, diffusés, puis soumis à une évaluation régulière par les organes de gouvernance internes et les auditeurs légaux externes engageant leur responsabilité. En revanche, cette question conduit à s'interroger sur la difficulté de l'exercice de communication réglementée pour des organisations de petite taille, puisque l'outillage et les mécanismes de régulation y sont naturellement beaucoup moins développés et plus informels. Par ailleurs, la rareté des ressources financières et humaines qui caractérise bon nombre de PME irait à l'encontre d'un large développement de leur activité de communication, en raison des coûts qu'elle induit (McMullen et al., 1996).

L'objet de ce travail consiste à analyser la démarche de communication réglementée en matière de gestion des risques de trois PME françaises ayant fait l'objet d'une introduction en bourse récente. La communication réglementée se définit comme l'information périodique ou permanente, dont le mode de diffusion au public fait l'objet d'une réglementation spécifique prévue par la loi. Le cadre législatif et normatif impose à ces entreprises de formaliser de façon explicite et exhaustive les facteurs de risques auxquels elles sont soumises, ainsi que les systèmes de contrôle et d'audit mis en place pour identifier, évaluer et maîtriser chacun de ces risques. Nous cherchons d'une part, à étudier la nature de la communication réglementée diffusée aux investisseurs, et d'autre part, à analyser l'influence des dispositifs de gouvernance de l'entreprise sur la qualité de cette communication. A ce jour et à notre connaissance, aucune étude académique n'a été réalisée sur la communication réglementée (obligatoire ou facultative) des PME françaises en matière de gestion des risques, alors que des travaux semblables ont été menés au niveau international pour les grandes entreprises et les ETI (Oliveira et al., 2013).

¹ Même si certains scandales financiers récents, tels que celui de la Société Générale en 2008, nous autorisent cependant à formuler quelques doutes.

L'article se décompose de la façon suivante. En mettant l'accent sur le contexte de la PME, nous exposons le cadre législatif qui forme l'environnement réglementaire des entreprises françaises en matière de gestion des risques et ses évolutions majeures (section 1). Nous explicitons les cadres théoriques mobilisés pour analyser les enjeux de la communication réglementée sur la gestion des risques (section 2). Nous proposons ensuite une analyse des pratiques de la communication réglementée de trois PME ayant récemment fait l'objet d'une introduction en bourse sur Alternext (section 3). Alors que l'on aurait pu s'attendre à une relative homogénéité, compte tenu du caractère relativement normé des recommandations du régulateur, les pratiques reflètent des disparités assez marquées entre PME. Nous discutons alors de l'influence des dispositifs de gouvernance de la PME sur la culture du risque dans l'entreprise et sur la qualité de sa communication réglementée (section 4). Quelques voies de recherche sont présentées en conclusion.

1. Le cadre réglementaire français de la gestion des risques et la communication réglementée

A l'instar de la loi Sarbanes-Oxley (SOX Act) applicable aux sociétés cotées sur un marché américain (qu'elles soient américaines ou non), les différents cadres législatifs nationaux se sont récemment renforcés pour améliorer la fiabilité de l'information, en vue de protéger les investisseurs et de restaurer la confiance des parties prenantes ébranlée par les scandales financiers des années 1990 et 2000. Au niveau français, contrairement aux Etats-Unis où les associations professionnelles ont joué un rôle majeur dans la diffusion des lois (Cordel, 2013), c'est le régulateur qui a été la tête de file dans l'émergence des cadres réglementaires dans le domaine de la gestion des risques. Dès l'année de son adoption, la Loi de Sécurité Financière (LSF) se traduit par la création de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF) chargée d'édicter les recommandations permettant aux acteurs d'entrer en conformité avec le cadre réglementaire et notamment de veiller à l'information fournie aux investisseurs.

1.1 Les évolutions du cadre réglementaire français en matière de gestion des risques

1.1.1 La place de la gestion des risques dans la Loi de Sécurité Financière (LSF 2003)

Dès 2003, la LSF impose aux sociétés cotées de publier un rapport rendant compte de la globalité des dispositifs de contrôle interne mis en œuvre (articles L.225-37 et L.225-68 du Code de Commerce), de même qu'un rapport afférent des commissaires aux comptes pour les contrôles internes relatifs au traitement de l'information comptable et financière. Ces nouvelles obligations réglementaires se heurtent rapidement à l'absence de « standard de place » permettant aux entreprises françaises cotées de pouvoir se comparer à un référentiel unanimement admis. En effet, dans sa version d'origine, la LSF était considérée comme floue (Gumb et Noel Lemaitre, 2007), car elle ne définissait ni le référentiel à utiliser, ni la démarche concrète de mise en œuvre. Bon nombre d'entreprises s'étaient, entre temps,

approprié le référentiel COSO² édicté aux Etats-Unis pour se conformer aux obligations de la LSF. Pour combler ce vide, l'AMF publie en 2007 un « cadre de référence du contrôle interne », qu'elle adapte aux moyennes et petites valeurs boursières³ cotées soumises aux obligations prévues par la LSF. Le référentiel AMF n'a alors aucune portée contraignante, en ce sens « qu'il n'a pas vocation à être imposé aux sociétés, mais à être utilisé par celles-ci pour superviser ou, le cas échéant, développer leur dispositif de contrôle interne, sans cependant constituer des directives sur la façon de concevoir leur organisation, chaque société étant responsable de son organisation propre et donc de son contrôle interne » (AMF, 2007). Le référentiel doit plutôt être considéré comme un catalogue de bonnes pratiques, incitant les entreprises, quelle que soit leur taille, à se doter progressivement des moyens d'établir une typologie de leurs risques, de façon proportionnée à leur taille et à la complexité de leur activité et de leurs processus.

1.1.2 La transposition en droit français des directives européennes

Suite à la transposition en droit français de directives européennes, des évolutions législatives majeures sont entamées en France à la fin des années 2000, entraînant de lourdes conséquences pour les sociétés cotées françaises.

La loi DDAC (Diverses Dispositions d'Adaptation au Droit Communautaire) du 3 juillet 2008 (découlant de la 8^{ème} directive européenne 2006/46/CE) élargit le périmètre du rapport des présidents de conseils d'administration (ou de surveillance) des sociétés cotées aux dispositifs de gestion des risques, alors qu'il se focalisait précédemment sur les procédures de contrôle interne. La responsabilité de ce rapport devient collégiale, devant être approuvé par le Conseil lui-même. Le caractère contraignant du rapport se renforce, tout du moins en théorie. La démarche d'incitation aux bonnes pratiques caractéristique du cadre de référence AMF 2007 laisse place au principe « appliquer ou expliquer » (*comply or explain*) censé responsabiliser davantage les dirigeants et administrateurs. Dans le rapport du Président, les entreprises sont invitées à préciser si elles se sont appuyées sur un cadre de référence reconnu⁴, totalement ou partiellement, et à « identifier les domaines ou processus clés de contrôle interne et de gestion des risques qu'elles ont appliqués... ». En cas de non application ou d'application partielle d'un cadre de référence préconisé, elles sont par ailleurs invitées à expliquer la teneur de leur choix, leur laissant donc la latitude de ne pas se conformer aux règles édictées. L'étude AMF réalisée en 2010 (AMF, 2010b) sur un échantillon de 30 sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur Euronext Paris (7 sociétés du compartiment B et 23 sociétés du compartiment C) montre que seulement 50 % des entreprises mentionnent un référentiel spécifique pour le contrôle interne (dont 87 % adhérant au seul référentiel AMF), et ceci malgré le principe *appliquer*

² Référentiel international édité par le Committee Of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - « Enterprise Risk Management -Integrated Framework » (COSO, 2004) et destiné à rendre la loi SOX opérationnellement applicable au sein des entreprises américaines cotées.

³ Les valeurs moyennes et petites sont définies par l'AMF comme les sociétés ayant une capitalisation boursière inférieure ou égale à 750 millions d'euros, représentant à cette date, 75 % des sociétés cotées sur Euronext Paris (hors Alternext).

⁴ La LSF préconise l'application d'un référentiel « reconnu », laissant le choix entre le référentiel AMF ou le référentiel COSO.

ou expliquer qui s'impose à elles. Certains auteurs vont jusqu'à comparer ce principe à un « avatar » de l'*accountability* (Boncori et Cadet, 2013). En effet, ceci revient à interroger l'efficacité du mécanisme d'autorégulation sous-jacent à ce principe, s'il est dénué de sanction directe en cas de non-respect des obligations attendues (Pras et Zarlowski, 2013). La même étude réalisée en 2015 sur 82 valeurs moyennes cotées sur le compartiment B d'Euronext (AMF, 2015a) montre toutefois une amélioration des pratiques, puisque « seulement » 28 % des émetteurs ne précisent pas l'utilisation d'un référentiel.

L'ordonnance du 8 décembre 2008 (découlant de la directive européenne 2006/43/CE) prescrit, quant à elle, la création d'un comité d'audit spécialisé chargé d'assurer le suivi du processus d'élaboration de l'information financière, mais également de « suivre l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques » (article L823-19 du code de commerce). Il appartient au conseil de déterminer le niveau de risque qu'il est prêt à accepter, le management restant responsable de la conception, de la mise en œuvre et de la supervision des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques. La nécessité pour les dirigeants et les organes de gouvernance des entreprises de s'appuyer sur des référentiels reconnus se renforce, avec le soutien d'associations professionnelles concernées. Le guide méthodologique rédigé par l'Institut Français des Administrateurs fournit une méthodologie aux comités d'audit, dans le respect des préconisations AMF, autrement dit tout en laissant à chaque conseil le soin de définir les modalités concrètes du rôle qu'il souhaite leur voir jouer (IFA, 2010).

1.1.3 La déclinaison des lois françaises dans le cadre de référence 2010 de l'AMF⁵

Le cadre de référence AMF, renommé suite à ces évolutions législatives le « nouveau cadre de référence du contrôle interne et de la gestion des risques », fait donc nécessairement l'objet d'une adaptation pour répondre aux nouvelles exigences (AMF, 2010a). Il est ainsi complété d'une partie relative à la gestion des risques, destinée à aider l'entreprise, de façon opérationnelle, à identifier les principaux points de gestion des risques à mettre en œuvre et/ou améliorer. Même s'il appartient à chaque entreprise de mettre en place un dispositif de gestion des risques adapté à ses caractéristiques propres, ce dernier doit *a minima* prévoir un cadre organisationnel (définissant le rôle et les responsabilités des acteurs), un processus de gestion des risques (contenant les trois étapes d'identification, d'évaluation et de traitement des risques), de même qu'un pilotage en continu (surveillance et amélioration régulière du dispositif). La flexibilité d'application du cadre de référence AMF se traduit dans un principe de simplicité, de pragmatisme et de nécessaire adaptation à la société, selon ses caractéristiques (taille, complexité de son activité et de ses processus, stade de développement). L'AMF stipule par ailleurs que « le cadre de référence est en définitive un outil qui devrait contribuer à une plus grande homogénéité des concepts sous-tendant la rédaction des rapports des présidents et

⁵ Les évolutions majeures du référentiel français de l'AMF en 2010 ont largement puisé leurs sources dans le référentiel COSO (2004), de même que dans la norme ISO 31000 (ISO 31000:2009). Nous ne développons pas ces référentiels internationaux dans cet article, pour concentrer nos propos sur les spécificités françaises. Gardons à l'esprit que certaines grandes entreprises cotées françaises appliquent spécifiquement le référentiel COSO, largement diffusé au niveau international.

pourrait donc en faciliter la lecture par les investisseurs». On retrouve derrière ces recommandations le double intérêt dans l'application de référentiels : le premier est « pédagogique », les référentiels contenant un langage commun favorisant la compréhension et la diffusion des concepts ; le second est « comparatif » puisqu'ils rendent possibles les activités de benchmarks interentreprises.

L'étude du cadre réglementaire sur la gestion des risques invite à se questionner sur la nature et le contenu de la communication réglementée applicable aux entreprises françaises dans ce domaine.

1.2 La communication réglementée en matière de gestion des risques

L'un des domaines pour lequel la législation est la plus contraignante en matière de communication sur la gestion des risques est sans aucun doute celui de la santé et de la sécurité des salariés. Mais globalement, tous les domaines sont concernés par l'inflation des exigences de communication externe. Quatre documents principaux constituent la communication réglementée qui s'impose aujourd'hui aux entreprises.

Les comptes annuels et le rapport annuel de gestion doivent être obligatoirement établis par toutes les sociétés commerciales, qu'elles soient cotées ou non⁶. Le rapport annuel de gestion permet aux dirigeants de rendre des comptes à l'assemblée générale des actionnaires (article L. 225-100 du Code de Commerce) de leur gestion et de la situation de la société concernant un exercice écoulé. Il permet d'éclairer les comptes annuels obligatoires en décrivant « *a minima* les principaux risques et incertitudes auxquels la société est confrontée » (y compris les risques financiers potentiellement déjà présentés dans un autre document réglementé). Depuis 2011, les sociétés cotées et non cotées doivent également y mentionner des informations sociales et environnementales (engagements en matière de développement durable, conséquences sociales de leur activité).

Les rapports financiers semestriels font partie de l'information périodique obligatoire pour les sociétés dont les titres sont admis aux négociations sur un marché réglementé. Ils doivent comprendre, outre « les événements importants survenus pendant les six premiers mois de l'exercice et leur incidence sur les comptes semestriels, une description des principaux risques et des principales incertitudes pour les six mois restants de l'exercice » (article 222-6 du règlement général de l'AMF).

Le document de référence, annuel et facultatif, est actuellement établi par plus de la moitié des sociétés françaises cotées sur Euronext Paris et peut désormais être utilisé par les sociétés cotées sur Alternext. Il ne constitue pas, pour l'essentiel, une création *ex nihilo*, mais consiste à agréger diverses informations qui doivent être publiées par les émetteurs en application d'obligations législatives et réglementaires. Il regroupe, par exemple, des informations contenues dans le

⁶ Les EURL et les SASU sont dispensées de l'obligation d'établir ce rapport de gestion dès lors qu'elles ne dépassent pas 2 des 3 seuils suivants : 1 000 000 € de total de bilan, 2 000 000 € de chiffre d'affaires, 20 salariés.

rapport de gestion ou les rapports financiers annuels. La section 4 du document de référence intitulée « Facteurs de risques » (article 212-13 du Règlement Général AMF) est destinée à « mettre en évidence les facteurs de risques propres à l'émetteur ou à son secteur d'activité, qui ont de l'importance pour la prise de décision d'investissement ». Afin de s'adapter aux caractéristiques et aux contraintes de sociétés de taille moyenne, le document de référence a récemment été allégé (DOC 2014-14 de l'AMF) pour les entreprises dont la capitalisation est inférieure à 100 millions d'euros (AMF, 2014). L'AMF insiste sur plusieurs points, censés améliorer l'utilité et la pertinence des informations. Il s'agit notamment d'éviter les développements généraux ou trop standardisés, qui ne sont pas de nature à refléter la réalité et les spécificités des risques de la société, mais plutôt d'accentuer la présentation sur les risques considérés comme les plus significatifs.

Le rapport du Président sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques est devenu obligatoire depuis 2008 pour toute société cotée sur un marché réglementé (articles L.225-37 du Code de Commerce). En revanche, les sociétés cotées sur Alternext, marché organisé dit « non réglementé », n'ont pas d'obligation en la matière. A ce rapport doit s'adjoindre un rapport des commissaires aux comptes contenant leurs observations pour les procédures de contrôle interne spécifiques relatives à l'élaboration et le traitement de l'information comptable et financière. Le rapport du Président doit être mis en œuvre selon la démarche « appliquer ou expliquer ». Il doit en effet clairement préciser si l'entreprise s'est appuyée sur un cadre de référence relatif au contrôle interne et à la gestion des risques - celui de l'AMF étant préconisé au niveau français - avec un encouragement particulier aux sociétés qui ne communiquent pas sur le recours à un référentiel à être très explicites en termes de justification. En cas d'application partielle du cadre de référence, l'entreprise doit identifier clairement les domaines ou les processus clés de contrôle interne appliqués, afin de détailler l'ensemble des procédures mises en place par la société pour maîtriser les risques résultant de son activité. Malgré ces contraintes, le défaut d'établissement de ce rapport du président n'est pas pénalement sanctionné, contrairement à celui du rapport de gestion annuel.

La communication externe, qu'elle soit réglementée ou non, obligatoire ou volontaire, financière ou extra-financière, est reconnue à l'heure actuelle comme un enjeu majeur pour toutes les entreprises, quelle que soit leur taille. Ci-après, nous précisons les cadres théoriques généralement mobilisés pour appréhender les enjeux de la communication externe sur la gestion des risques, à la fois pour l'entreprise et ses parties prenantes.

2. Les enjeux de la communication réglementée sur la gestion des risques : les cadres théoriques mobilisés

La littérature académique sur les motivations de la communication externe utilise largement le cadre théorique de l'agence pour expliquer les pratiques des entreprises. La qualité de l'information diffusée devrait permettre, par un meilleur contrôle du comportement des dirigeants, de réduire l'asymétrie informationnelle entre dirigeants et actionnaires et de ce fait les conflits et les coûts d'agence qui en découlent (Jensen et Meckling, 1976). En offrant une

meilleure information, les dirigeants réduisent le risque perçu par les investisseurs et améliorent le coût du capital de l'entreprise (Healy et Palepu, 2001). Le rôle de la gouvernance de l'entreprise est alors crucial. Elle permet un contrôle de l'action des dirigeants, via des dispositifs formels ou informels qui délimitent leurs actions et influencent leurs choix de gestion, notamment en termes de niveau de risques encourus. En effet, les administrateurs de l'entreprise déterminent le niveau de risque qu'ils sont prêts à accepter, et invitent les dirigeants à mettre en œuvre les systèmes de contrôle interne et de gestion adaptés. De nombreuses études ont donc cherché à inscrire l'activité de communication en matière de gestion des risques dans la problématique de la théorie de l'agence (Heap, 2008 ; Deumes et Knechel, 2008 ; Oliveira et al., 2013). Les résultats empiriques sont toutefois loin d'être unanimes quant à la relation positive attendue entre l'activité de communication externe, la transparence de l'information et la réduction des asymétries informationnelles et des conflits d'agence (Oliveira et al., 2013). Le deuxième champ théorique utilisé met en œuvre des explications plus sociales et politiques, en considérant la communication externe comme un moyen de satisfaire les besoins croissants d'informations de la totalité des parties prenantes de l'entreprise (*stakeholder theory*) (Amran et al., 2009) ou d'accroître la légitimité de l'entreprise (Hassan, 2009). Le troisième champ inscrit les enjeux de la communication externe des entreprises dans le cadre de la théorie du signal. Elle suggère notamment que les dirigeants d'entreprises très performantes, notamment celles qui sont économiquement très rentables, vont avoir tendance à sur-signaliser leurs « bonnes pratiques » afin d'accroître la transparence, dans le but d'influencer positivement la valeur du titre et attirer encore plus d'investisseurs. Là encore, les résultats empiriques sont loin d'être unanimes (Oliveira et al., 2013).

Quel que soit l'angle théorique mobilisé, la cotation de l'entreprise sur un marché financier accroît les enjeux de la communication externe : les problèmes d'agence se renforcent, les parties prenantes exigent des informations fiables et rassurantes, les dirigeants veulent légitimer leurs actions pour asseoir leur position, les actionnaires misent sur la création de valeur, etc... L'entreprise doit faire face à de nouvelles exigences de transparence externe, provenant de la globalité des parties prenantes auxquelles elle se doit désormais de rendre des comptes (Deumes, 2008). Elle doit alors entrer dans une « culture de la communication externe » qui va de pair avec son nouveau statut d'entreprise cotée. Or, dans l'entreprise de petite et moyenne taille, la gestion des risques est conduite de façon intuitive, peu formalisée, compartimentée dans différents services de l'entreprise, et mise en œuvre en fonction des moyens humains et financiers qui peuvent y être alloués (Paape et Speklé, 2012 ; Verbano et Venturini, 2013 ; Brustbauer, 2014). La communication sur la gestion des risques devient un réel enjeu, alors que l'entreprise n'est pas encore mature dans ce domaine. Il existe donc un risque de découplage entre les pratiques formelles de communication censées incarner des enjeux de légitimité externe, et les dispositifs opérationnels mis en place en interne, qui, même s'ils évoluent dans le temps au gré des besoins internes, restent souvent informels (Zelinschi et al., 2013).

Or, à l'heure actuelle, l'introduction en bourse fait partie des choix privilégiés par les entreprises, notamment les PME, pour alimenter financièrement leur stratégie de développement. Elle représente un évènement majeur dans la vie d'une entreprise, et ses enjeux sont multiples :

accroître la visibilité auprès des différentes parties prenantes, lever de nouveaux fonds via des augmentations de capital ou des émissions d'obligations, se donner l'occasion d'intéresser plus facilement les salariés aux fruits de son développement à travers l'octroi de stock-options ou d'actions gratuites, apporter une solution à la problématique de liquidité des titres de l'entreprise... L'entrée en bourse agit généralement comme un accélérateur de croissance et, de ce fait, attire chaque année de nombreux candidats. Pour l'année 2015, nous avons comptabilisé 9 introductions en Bourse « pures »⁷ réalisées sur le compartiment C d'Euronext (composé de *Small Caps* dont les capitalisations boursières sont inférieures à 150 millions d'euros) et 12 introductions « pures » sur Alternext (marché non réglementé réservé aux PME).

Ces questionnements conduisent à s'interroger sur les pratiques formelles de cette communication réglementée pour des organisations de petite taille, alors que ces dernières sont naturellement peu outillées et que la gestion des risques est plus souvent inscrite « dans la tête » de leur dirigeant (ou à défaut de quelques opérationnels) que dans les procédures de l'entreprise (section 3).

3. Une analyse exploratoire des pratiques de communication réglementée dans la PME

Après avoir présenté la méthodologie de la recherche adoptée dans ce travail, nous mettons en évidence des disparités de pratiques.

3.1 Méthodologie de la recherche

Les PME sont, *a priori*, les moins concernées par l'environnement législatif et normatif de la gestion des risques (en excluant les exigences réglementaires de conformité liées à leur positionnement sectoriel). En effet, elles ne sont soumises à aucune loi leur imposant la mise en place formalisée de dispositifs de gestion des risques. Toutefois, la volonté pour une PME d'accéder à la cotation sur un marché financier impose à l'entreprise de fournir une information qu'on peut qualifier de « réglementée » faisant l'objet d'un ensemble de mesures légales. L'introduction en bourse représente donc un contexte privilégié pour étudier la communication externe de la PME en matière de gestion des risques, celle-ci ne pouvant être appréhendée par un autre biais, les exigences étant quasi inexistantes pour ce type de structure.

Précisément, une offre au public de titres sur Alternext⁸ est conditionnée par l'établissement d'un prospectus comportant deux documents d'informations : un document de base enregistré par l'AMF et publié en amont de la période d'offre pour permettre une meilleure prise de connaissance de l'émetteur par le marché ; une note d'opération visée par l'AMF décrivant les caractéristiques de l'opération d'introduction (article 212-23 de l'AMF). L'objectif du document

⁷ Source : www.abcbourse.com. Sont dites « pures » les introductions résultant d'une première admission à la cote (exclusion des admissions issues d'un transfert d'un compartiment d'Euronext à un autre, ou du marché libre vers Alternext).

⁸ Lors d'une première admission sur un marché réglementé ou sur le compartiment « offre au public » d'Alternext et dès lors que le montant de l'opération est supérieur à 2,5 millions d'euros (<http://www.amf-france.org>).

de base est de « donner aux différentes parties prenantes (analystes financiers, investisseurs institutionnels ou individuels) toutes les informations nécessaires pour fonder leur jugement sur l'activité, la situation financière, les résultats et les perspectives de l'émetteur ». Sa présentation reprend la trame du document de référence annuel ; la section 4, également intitulée « Facteurs de risques », consiste à présenter de façon explicite et exhaustive les facteurs de risques auxquels l'entreprise est soumise, ainsi que leurs modalités de gestion. Nous avons choisi de travailler sur ce matériau empirique, c'est-à-dire le document de base établi par la PME à l'occasion de l'introduction en bourse, car il contient la plupart des informations répondant à nos questionnements.

Nous avons sélectionné trois sociétés C, M et P, récemment admises à la cotation sur Alternext (présentées en annexe 1). La société C, la plus petite et la plus jeune (5 ans), évolue dans le secteur des biotechnologies. Son activité est considérée comme très risquée, dans le sens où les travaux de R&D qui fondent actuellement son existence n'ont pas encore donné lieu à ses ventes. Les risques d'échec des procédés ou des partenariats prévus sont conséquents, mais semblent bien maîtrisés par les dirigeants. Elle entre en cotation en 2013 après seulement 2 années d'existence. L'activité de la société M (50 salariés fin 2015) consiste à concevoir et distribuer des articles d'ameublement tendance personnalisables et connectés. Elle a connu une croissance très rapide de son activité, se matérialisant par un doublement de son chiffre d'affaires tous les deux ans depuis les cinq dernières années, accompagnée d'une relative sous-performance révélatrice des difficultés rencontrées par les dirigeants à maîtriser ce développement. Cette forte croissance a été rendue possible par le e-commerce, mode de commercialisation principal de la société. Elle entre en cotation fin 2015, après 10 ans d'existence. Enfin, la société P (43 ans, 550 salariés, entrée en bourse courant 2015) évolue dans le secteur agro-alimentaire (conception et fabrication de produits de boulangerie, pâtisserie, traiteur) où les normes sanitaires sont strictes. L'activité de l'entreprise est globalement peu risquée, d'autant plus qu'elle est bien implantée sur une bonne partie du territoire français, qu'elle détient une excellente réputation associée à une gamme de produits diversifiée de haute qualité et régulièrement enrichie. La société est rentable depuis sa création et connaît une croissance annuelle moyenne de son activité de 13,5 % sur les cinq dernières années.

A priori, la sélection des trois cas étudiés peut paraître méthodologiquement problématique, puisque les entreprises appartiennent à des secteurs d'activité différents et ne sont pas analogues en termes de taille. La comparabilité de leurs pratiques pourrait alors en être biaisée, en raison des différences d'une part de natures de risques entre secteurs et d'autre part de maturité en matière de formalisation des dispositifs de gestion des risques. L'absence apparente de comparabilité entre les trois cas étudiés ne nous semble pourtant pas une limite majeure. En effet, la communication sur la gestion des risques au moment d'une introduction en bourse étant règlementée, elle fait l'objet d'une relative normalisation en termes de fond et de forme. Les dirigeants doivent suivre les préconisations de l'AMF, et sont fréquemment assistés de cabinets de conseils spécialisés aguerris des exigences des marchés financiers en la matière. On pourrait alors s'attendre à une relative homogénéité dans la façon dont les informations sont communiquées. Par ailleurs, ce travail n'est pas destiné à étudier la nature des risques présentés,

car l'activité de l'entreprise laisse naturellement présager une forte contextualisation sectorielle. L'objectif est d'analyser la manière dont les dirigeants choisissent de présenter l'information diffusée, afin de repérer une homogénéité ou une hétérogénéité.

Les facteurs de risques des trois PME, tels qu'ils sont présentés dans les documents de base, sont décrits en annexe 2. La complétude des informations laisse suggérer une revue très méticuleuse des risques encourus. L'établissement du document de base rendant nécessaire un réel effort d'explicitation des risques encourus, est très probablement un facteur de prise de conscience dans l'entreprise *a minima* des enjeux de leur connaissance, si ce n'est de leur maîtrise. Alors que l'on aurait pu s'attendre à une relative homogénéité entre les entreprises, compte tenu du caractère « normé » des recommandations du régulateur, les pratiques laissent envisager des disparités assez marquées dans l'exercice de la communication réglementée, que nous tentons d'expliquer ci-après.

3.2 Description et analyse des pratiques

L'article 223-1 du règlement général de l'AMF (AMF, 2014) précise que l'information délivrée aux marchés, qu'elle soit apportée de façon obligatoire au titre de la réglementation ou de façon volontaire, doit respecter cinq grands principes : matérialité (l'information doit être suffisamment significative ou essentielle pour influencer sur la prise de décision d'un investisseur, que les aspects de cette information soient positifs ou négatifs), complétude (l'information doit contenir tous les éléments nécessaires à la compréhension de l'émetteur), cohérence (l'information être logique et homogène entre les différentes sources), compréhensibilité (l'information doit être facilement comprise et exprimée de façon accessible, claire et simple), comparabilité (l'information doit pouvoir être comparée dans le temps). La façon dont l'information est présentée est donc de nature à influencer (positivement ou négativement) la capacité de son destinataire à se prononcer sur la significativité des facteurs de risques, à juger de l'effectivité des dispositifs et à évaluer pleinement la capacité de l'entreprise à atteindre les objectifs prévus. Or, l'analyse des documents de base révèle des différences assez nettes dans l'application de ces principes.

Tout d'abord, allant à l'encontre du critère de matérialité énoncé par l'AMF, les documents de base révèlent une tendance de certains dirigeants (sociétés M et P) à développer la totalité des risques encourus, sans pour autant qu'il s'agisse des risques les plus importants ou ayant une influence significative sur l'activité de l'entreprise, sa situation financière ou ses résultats. Or, la quantité de l'information diffusée ne peut en aucun cas servir de proxy à la qualité de cette information, celle-ci devant être mesurée selon les critères de compréhensibilité, pertinence, fiabilité et comparabilité (Botosan, 2004). D'ailleurs, l'AMF recommande aux entreprises de restreindre la description aux principaux risques et incertitudes, c'est-à-dire ceux « jugés de nature à remettre en cause la continuité d'exploitation ou significatifs au regard de l'activité et/ou du développement de l'entreprise ». Cette recommandation ne semble pas toujours respectée. Un ciblage sur les risques les plus significatifs devrait naturellement conduire à limiter la communication sur un nombre plus réduit de risques, mais surtout à améliorer la pertinence et

donc la portée de l'information. L'agence Standard & Poor's prend désormais en compte le système de gestion des risques de l'entreprise dans ses critères d'évaluation du risque de crédit. L'étude AMRAE (2012) révèle que la notation accordée est inversement corrélée au poids de la partie « facteurs de risques » du document de référence, mesuré en nombre de page du document global (annexe 3). Ces résultats, certes établis pour des grandes entreprises cotées au SBF 120, confortent l'idée de la supériorité, pour les investisseurs, de la qualité de l'information diffusée sur sa quantité.

De plus, malgré l'exhaustivité « apparente » des informations fournies par les entreprises, celles-ci ne sont pas toujours de nature à convaincre le lecteur de l'effectivité⁹ des dispositifs réels de gestion des risques. Par exemple, il est parfois précisé « qu'un système ou des procédures de contrôle interne ont été mis en place », mais ceux-ci ne sont pas clairement décrits et explicités (société M). Sans vouloir prétendre conclure sur cette question, notons toutefois qu'un haut niveau de risque au sein d'une entreprise est susceptible d'accroître la probabilité qu'apparaisse une faiblesse dans les dispositifs de gestion des risques. Dans ce contexte, le dirigeant pourra se montrer réticent à développer sa communication, ce qui nécessiterait qu'il prenne la responsabilité de mettre en avant des dispositifs de gestion défaillants ou insuffisamment efficaces au regard de la complexité des risques qu'ils sont censés maîtriser.

Par ailleurs, les informations font fréquemment ressortir le caractère informel de la gestion des risques (sociétés M et P), semblant reposer essentiellement sur l'expérience et le savoir-faire des dirigeants. Ceci est plutôt cohérent avec les caractéristiques des entreprises étudiées, mais probablement peu convaincant pour un investisseur potentiel.

Enfin, pour se conformer aux attendus du régulateur, l'information se focalise non seulement sur les facteurs de risques actuels, mais également sur les anticipations de stratégies futures potentiellement risquées. Par exemple, les dirigeants sont amenés, par exemple, à présenter des facteurs de risques liés à des opérations de croissance externe, de prises de participation ou de constitution d'alliances potentielles (société P). Ils sont alors conduits à préciser des risques liés à la réalisation d'opérations dont ils n'ont à ce jour pas précisément imaginé les modalités.

Analysons désormais les contenus spécifiques des trois documents de base.

La société C est, au moment de son introduction en bourse, la plus outillée en termes de dispositifs de gestion des risques et la plus proactive en termes de communication externe. Celle-ci est ciblée sur les facteurs de risques les plus significatifs et contextualisés à l'activité de l'entreprise : risques liés aux besoins de financement, aux subventions publiques et au crédit d'impôt recherche, à la protection de la technologie, des brevets et des droits de propriété industrielle, au retard ou à l'échec dans le développement des innovations. La société C dispose de procédures de contrôle interne, en particulier dans les domaines scientifiques, de propriété intellectuelle, comptable et financier. En parallèle, le Conseil d'Administration a mis en place, en

⁹ Par « effectivité », l'auteur entend une « réalité tangible et incontestable » des dispositifs.

amont de l'introduction en bourse, un comité d'audit spécifique, composé au départ de deux membres, puis trois. Ayant pour mission générale d'assister le conseil d'administration, le comité d'audit est chargé, entre autres, d'évaluer l'existence et la pertinence des procédures de contrôle financier et d'audit interne et d'examiner les risques significatifs pour la société, et notamment les risques et engagements hors bilan. La communication s'inscrit dans une logique de renforcement des outils de contrôle interne et de gestion des risques, puisque le document de base précise qu'elle entend « améliorer ses principes en matière de contrôle interne en s'inspirant du guide de mise en œuvre pour les valeurs moyennes et petites du cadre de référence de l'AMF ». Ces engagements ont à ce jour porté leurs fruits, puisque la société C annonce dans son agenda financier 2016 la mise à disposition du public d'un document de référence annuel pour avril - alors qu'elle n'y est pas légalement contrainte au regard de son marché de cotation. Pourtant, c'est la société la plus jeune, la plus petite et la moins mature en termes d'activité commerciale. Les activités de la société C sont positionnées sur la phase amont la plus risquée du cycle de vie du produit (recherche et développement fondamentale et appliquée). Il n'est donc pas surprenant de constater une stratégie de communication efficace ciblée sur les facteurs de risques ayant une influence majeure sur les chances de réussite des projets de R&D et donc de commercialisation à grande échelle.

Les facteurs de risques développés dans le document de base de la société P contiennent des degrés de significativité divers. Ainsi, de nombreux risques présentés sont finalement considérés par l'entreprise elle-même comme étant peu probables et/ou ayant un effet non significatif sur l'activité globale de l'entreprise. En revanche, les risques liés aux aspects réglementaires applicables aux industries et à la sécurité alimentaires sont probablement les plus prégnants dans cette entreprise. Le groupe s'est doté d'un plan de maîtrise sanitaire intégrant un guide de bonnes pratiques d'hygiène des personnels des sites et des installations, un manuel HACCP (Hazard Analysis Critical Control Points), un manuel de procédures et un manuel de qualité. Un dispositif d'audit interne est en cours de mise en place dans ce domaine. Au moment de l'admission de ses titres aux négociations, la société P a d'ores et déjà mis en place un dispositif de contrôle interne visant au « respect des procédures mises en place pour maîtriser les risques de l'activité, notamment de défaillance, d'erreur ou de fraude, et veiller à une allocation suffisante de ressources pour leur prévention ». Les efforts sont portés sur les zones de risques les plus sensibles pour la société, à savoir les aspects sanitaires et environnementaux, la sécurité des personnels et des sites de production et de vente, l'efficacité des processus sur les sites (économies d'énergies, gestion des déchets, gestion des stocks...), la gestion des actifs productifs et des marques. Ce sont d'ailleurs les facteurs de risques les plus développés dans le document de base. La société P annonce envisager, à l'avenir, d'établir et de publier un rapport sur le contrôle interne, alors qu'elle précise ne pas être tenue d'établir et de publier ce rapport, et de mettre en place un comité d'audit et un comité des rémunérations.

Pour la société M, c'est typiquement le mode de commercialisation qui semble représenter l'un des facteurs de risques actuels majeurs de l'entreprise, notamment en raison de l'évolution exponentielle des nouveaux types de risques liés à la sécurité des infrastructures et des applications informatiques (cyber-attaques, défaillances techniques des systèmes...). Compte tenu de la nature de son activité entièrement axée sur la conception et la commercialisation, la

société est également fortement soumise aux risques liés à ses fournisseurs fabricants (Asie et Europe de l'Est) et par voie de conséquence à la qualité, la conformité et la sécurité des articles fabriqués. De façon surprenante, la communication règlementée de la société M semble relativement « pauvre », si on la compare à celle des autres cas étudiés, alors que la forte croissance de l'activité, potentiellement déstabilisatrice pour l'entreprise, devrait au contraire inciter les dirigeants à être plus proactifs et à communiquer plus largement sur les dispositifs de gestion des risques (Liebenberg et al., 2003 ; Beasley et al., 2008 ; Gordon et al., 2009). Le document de base de la société M contient de nombreux facteurs de risques, mais la description des dispositifs de gestion révèle des comportements peu explicites et/ou informels. A une seule reprise, l'entreprise est amenée à exposer précisément un processus mis en place récemment à la suite d'un piratage avéré de son système informatique ayant entraîné le blocage d'une somme importante dans une banque étrangère. A l'exception de cet exemple, les dispositifs mis en place sont très peu explicites. Contrairement aux deux autres sociétés, il n'est jamais fait mention dans le document de base de la volonté de l'entreprise M de mettre en place des dispositifs plus formalisés de contrôle interne et de gestion des risques, d'installer un comité d'audit spécialisé ou d'inscrire l'entreprise dans une démarche d'accroissement de sa communication règlementée facultative.

Les études de cas développées nous conduisent à discuter de l'influence des dispositifs de gouvernance de la PME sur la qualité de la communication règlementée (section 4).

4. Gestion des risques, communication règlementée et dispositifs de gouvernance

La littérature professionnelle en matière de gestion des risques insiste largement sur le rôle crucial de « l'environnement de contrôle ». Celui-ci traduit les caractéristiques de l'organisation qui conditionnent la réussite de la stratégie de gestion des risques, c'est à dire le rôle structurant de l'équipe managériale, l'indépendance du conseil vis-à-vis du management, les valeurs éthiques de l'entreprise, et enfin l'implication et la responsabilisation de l'ensemble du personnel (COSO, 2004 ; AMF, 2010 ; FERMA, 2003). Les évolutions actuelles des cadres de référence internationaux insistent sur l'enjeu d'une meilleure articulation du management du risque dans la gouvernance et les systèmes de management des organisations, objet d'un travail de révision en cours de la norme ISO 31000.

La littérature académique insiste également sur le rôle des dispositifs de gouvernance dans la gestion des risques. Qu'ils soient composés de mécanismes formels reposant sur des processus et des structures définis ou de mécanismes informels émergeant des valeurs et de la culture de l'organisation, ils sont sous l'influence des personnes qui la dirigent. Tout d'abord, la présence d'un actionnariat externe à l'entreprise (hors dirigeants actionnaires) fortement concentré en mesure d'exercer un contrôle fort de l'activité des dirigeants se traduit par une réduction des problèmes d'agence, donc potentiellement par une réduction des exigences d'informations externes (Liebenberg et Hoyt, 2003 ; Deumes et Knechel, 2008 ; Lajili et Zhegal, 2005 ; Mikes, 2009). Pour autant, la présence d'un bloc d'actionnaires contrôlant une part substantielle de l'entreprise a pour effet d'augmenter « naturellement » la propension de l'entreprise à

communiquer sur ses outils de gestion des risques, en raison de la volonté des actionnaires d'exercer une surveillance étroite des choix managériaux (Bronson et al., 2006). Par ailleurs, en présence d'un actionnariat dirigeant, il est probable que les problèmes d'agence soient moindres, les intérêts des dirigeants et des actionnaires étant alignés ; dans ce contexte, la communication externe devrait être moins développée. Finalement, dans les entreprises familiales au sein desquelles la propriété et le contrôle coïncident, la problématique des conflits d'agence ne se pose pas ; les propriétaires seraient moins enclins à la mise en place d'outils formalisés et se contenteraient de systèmes de contrôle plus informels, tout du moins jusqu'à ce que l'entreprise n'atteigne une certaine taille (Paape et Speklé, 2012). Par ailleurs, de nombreuses études ont montré le rôle des acteurs du capital investissement dans le processus de création de valeur des entreprises financées, par le biais des activités de surveillance ou de contrôle renforcé, mais également par la mise en place de mécanismes de gouvernance (Hellman et Puri, 2002). Pour finir, la présence dans les organes de gouvernance d'administrateurs indépendants et fortement professionnalisés est censée influencer positivement la qualité de la communication externe. En effet, ils jouent un rôle majeur dans la création de fonctions spécifiques à la gestion des risques (directeur de l'audit et des risques) et de comités spécifiques (comité d'audit). Il s'agit d'acteurs majeurs dans la diffusion des outils de la gestion des risques (Beasley et al., 2005 ; Paape et Speklé, 2012 ; Viscelli et al., 2014) et par voie de conséquence, de la qualité de la communication externe. Nous rapprochons ces observations théoriques des cas étudiés en nous référant à l'annexe 4 qui décrit les dispositifs de gouvernance des trois entreprises. Nous prenons comme « modèle » le cas de la société C pour extraire les caractéristiques des dispositifs de gouvernance considérés comme ayant une influence majeure sur la qualité de la gestion des risques et de la communication externe en la matière.

Au total au moment de l'introduction en bourse de la société C, plus de 97 % des droits de propriété sont détenus par des professionnels du capital-innovation. La forte présence dans le capital d'investisseurs spécialisés dans les sciences de la vie a très certainement participé aux choix organisationnels qui ont été pris dans l'entreprise en termes de formalisation des outils de contrôle interne et de gestion des risques. L'installation dès la création de l'entreprise d'un comité d'audit statutaire est révélatrice de la proactivité de l'entreprise en la matière. Tout d'abord, l'actionnaire majoritaire de la société (près de 56 % du capital) est une holding incubatrice créée par la société d'investissement X, leader européen du capital-innovation dans plusieurs secteurs à fort potentiel de croissance, dont les biotechnologies. A la création de l'entreprise, un contrat de conseil et d'assistance a été signé entre la holding incubatrice et la société, relatif à des conseils et une assistance, aussi bien en termes de management et pilotage internes, de définition de la stratégie globale et de communication externe. Par ailleurs, la société de capital-risque X détient, via la gestion de Fonds Commun de Placements à Risques (FCPR) et dans l'Innovation (FCPI) dans les domaines des technologies de l'information, des sciences de la vie et de l'énergie et du développement durable, plus de 41 % du capital de la société C. La composition du conseil d'administration traduit donc une professionnalisation extrêmement poussée des administrateurs et une majorité d'administrateurs indépendants (4 sur 7 au moment de l'introduction en bourse). A titre d'exemple, le président du conseil (PDG de la holding incubatrice) a exercé en tant que directeur financier dans de nombreux groupes de

l'industrie des sciences de la vie, et plus récemment dans une entreprise du même secteur, dont il a piloté l'introduction en bourse sur Alternext en 2010. Le fondateur de la société d'investissement X est lui-même membre du conseil d'une vingtaine d'entreprises de biotechnologie et de dispositifs médicaux faisant partie du portefeuille de la société financière, dont plusieurs d'entre elles sont déjà cotées au moment de l'admission en bourse de la société. De plus, les fonctions de directeur général et de président du conseil d'administration sont dissociées. Le droit français n'impose pas de choix entre les deux formules : dissociation ou unicité des fonctions. La deuxième formule a l'avantage de privilégier la rapidité et l'efficacité des prises de décision et de renforcer la cohésion de l'organisation sociale. Mais il s'avère que la séparation des fonctions est pertinente sur plusieurs points, qui vont au-delà du principe de l'équilibre des pouvoirs. Elle permet d'une part au directeur général de se concentrer sur les missions propres à sa fonction, et d'autre part d'acter le rôle essentiel du conseil d'administration dans le dispositif de gouvernance de l'entreprise, de même que la qualité des décisions stratégiques qui sont prises et de la relation de confiance qui doit s'établir entre les instances dirigeantes d'une entreprise et ses actionnaires. Par ailleurs, la complexité grandissante des dossiers traités par le conseil (notamment dans des secteurs innovants et high-tech) se traduit par un accroissement du temps passé par les administrateurs à leurs activités spécifiques et un élargissement de leurs compétences dans tous les domaines de la gestion d'entreprise. L'organisation, la coordination et la synthèse des travaux des administrateurs requièrent une véritable mobilisation du président difficilement conciliable avec l'exercice de fonctions exécutives. Enfin, le soutien de BPI France (Banque Publique d'Investissement) est également un facteur majeur dans le comportement proactif de l'entreprise en matière de gestion des risques : un montant cumulé de plus de 6,8 M€ d'avances et de subventions a été négocié sur la période 2012-2017, dont 3,7 M€ d'avances remboursables selon un plan d'amortissement défini et dès que l'entreprise aura atteint un niveau de chiffre d'affaires donné. L'entreprise C caractérise une « culture du risque » poussée, antérieure à l'introduction en bourse, et largement soutenue par les organes de gouvernance de l'entreprise.

Le schéma synthétique proposé en annexe 5 reprend les caractéristiques des dispositifs de gouvernance de la société C qui nous paraissent influencer positivement la qualité de la gestion des risques et de la communication externe en la matière. S'il ne peut toutefois pas être généralisé, l'exemple de la société C que nous pourrions qualifier de « cas d'école », peut être mis en parallèle avec les caractéristiques des deux autres sociétés étudiées.

La forte croissance de la société M a été également fortement soutenue par trois investisseurs en capital qui détiennent, au moment de l'introduction en bourse, plus de 70 % du capital et des droits de vote (via deux entrées au capital en 2011 et 2013). Malgré la présence pourtant historique dans le capital de l'entreprise de ces investisseurs externes, on ne peut pas pour autant en conclure qu'ils aient eu une influence aussi positive sur la stratégie de communication et de gestion des risques. Au moment de l'opération, le conseil d'administration est composé de 6 membres, dont le directeur général de la société également président du conseil d'administration (unicité des fonctions) et 4 membres actionnaires et représentant les investisseurs en capital (dont l'épouse du directeur général).

Pour finir, la société P, gérée en « bon père de famille » depuis sa création, est entièrement détenue par un pool familial composé des parents et de leurs deux enfants. Le conseil d'administration est essentiellement composé des quatre actionnaires familiaux, dont le directeur général. L'analyse de la structure financière laisse apparaître un taux d'endettement net relativement élevé, révélateur d'un risque financier non négligeable. Cette situation, pouvant être expliquée par la performance historique de l'entreprise en termes de chiffre d'affaires et de rentabilité ayant naturellement conduit à un soutien marqué des créanciers financiers, pousse cependant les dirigeants à une certaine discipline managériale les conduisant à limiter l'exposition de l'entreprise aux risques divers. La réduction du taux d'endettement net sur les trois derniers exercices est révélatrice d'une stratégie de réduction du risque financier. L'annonce dans le document de base de publier un rapport sur le contrôle interne - alors que la société n'est pas tenue d'établir et de publier ce document - et de mettre en place un comité d'audit, sont autant de signaux de la volonté des dirigeants propriétaires d'adapter leurs pratiques managériales devenues inadéquates face à la complexification organisationnelle de l'entreprise et aux exigences des nouveaux investisseurs (plus de la moitié des souscriptions a été réalisée par des investisseurs institutionnels).

Conclusion et voies de recherche

La pression réglementaire qui s'impose à la PME qui entre en bourse contraint les dirigeants à renforcer leur communication en matière de gestion des risques pour accroître la transparence exigée par les marchés (Collier et al., 2006 ; Kleffner et al., 2003). Pour autant, dans un monde interconnecté où la diffusion de l'information est large et immédiate, la communication s'avère, de façon surprenante, de plus en plus difficile à réaliser et à maîtriser. Deux phénomènes contradictoires caractérisent aujourd'hui la communication externe des entreprises : un développement exponentiel du volume des informations diffusées accompagné d'un accroissement de la difficulté des destinataires à traiter les informations. Le domaine de la communication sur la gestion des risques ne fait pas exception. Bon nombre d'études s'accordent à dire que l'information réglementée diffusée par les entreprises est difficilement compréhensible, trop vague, trop qualitative, peu comparable d'une entreprise à l'autre, et insuffisamment précise quant à l'effectivité des dispositifs de contrôle et de gestion des risques (Combes-Thuelin et al., 2006 ; Bhimani, 2009 ; Oliveira et al., 2013). Ces résultats semblent en accord avec certaines de nos observations. La littérature dans le domaine va jusqu'à conclure à une relative inefficacité des diverses réglementations nationales et internationales qui se sont multipliées ces dix dernières années, qui ne seraient pas accompagnées d'un accroissement proportionnel de la qualité de la communication externe (Oliveira et al., 2011).

Nous avons montré dans ce travail que les PME adoptent des comportements relativement différenciés en terme de communication réglementée, mais également que certaines entreprises s'approprient cette communication au-delà des exigences légales qui s'imposent à elles (Deumes et Knechel, 2008). La maîtrise de la communication externe sur la gestion des risques peut être considérée, à l'heure actuelle, comme une réelle « ressource » susceptible de générer pour l'entreprise un avantage concurrentiel. Au regard du focus choisi dans ce travail de recherche, il est scientifiquement délicat d'établir un lien direct

entre la qualité de la communication règlementée et la réussite de l'introduction en bourse. Pour autant, il s'avère que l'opération a été un réel succès pour la société C, alors que les résultats ont été très mitigés pour les deux autres PME (annexe 6). Le produit brut réel de l'augmentation de capital s'est élevé à près de 1,3 fois le produit brut attendu. Le prix d'offre s'est calé sur la borne haute de la fourchette et le public a largement participé à l'opération. Certes, la qualité de la communication règlementée ne peut pas expliquer, à elle seule, la réussite de l'opération¹⁰. Elle invite toutefois à élargir le raisonnement en explorant les enjeux de la communication externe dans des contextes plus classiques, pour les PME non cotées, finalement plus représentatives de la grande majorité des entreprises françaises. La clarté de la communication externe en matière de gestion des risques est considérée à l'heure actuelle, notamment pour la PME, comme un levier majeur pour accéder à des ressources financières nouvelles, par exemple aux soutiens financiers de BPI France, aux emprunts bancaires, à une ouverture du capital à des investisseurs externes (business angels, investisseurs en capital innovation ou développement...). Communiquer sur la stratégie ne suffit plus, l'entreprise doit aussi communiquer sur la façon dont elle entend « sécuriser » l'atteinte de ses différents objectifs, pour rassurer les partenaires de l'entreprise face à la complexité grandissante qui impacte les chances de réussite des activités économiques. En ce sens, cette étude exploratoire ciblée sur la communication règlementée peut être considérée comme une première ébauche à un travail plus développé, qui sera mené sur l'influence de la gestion des risques et de la communication externe sur la capacité de la PME à accéder à des ressources financières nouvelles en maîtrisant le coût de ces ressources.

¹⁰ Le secteur d'activité des biotechnologies dans lequel évolue la société C attire actuellement de nombreux investisseurs, autant pour ses perspectives de rendement que pour ses enjeux sociaux et environnementaux.

Annexes

Annexe 1. Caractéristiques des trois PME admises sur Alternext¹¹

	Société C	Société M	Société P
Année de création	2011	2005	1973
Activité	Développement de bioprocédés industriels innovants destinés à la valorisation des déchets plastiques et à la production de bio-polymères.	Conception et distribution de meubles « tendance », personnalisables et connectés, principalement par le e-commerce.	Conception et fabrication de produits de boulangerie, de pâtisserie et de traiteur, frais et surgelés.
Effectifs	12 salariés fin 2014	50 salariés (décembre 2015).	544 salariés (fin 2014).
Chiffre d'affaires	Néant (l'activité pure de R&D ne donne pas encore lieu à des ventes ; les seuls produits d'exploitation proviennent de subventions et de refacturations de charges).	14,165 millions d'euros (exercice 2015)	45,5 millions d'euros (exercice 2014)
Croissance	-	Très forte : +38 % rapport à 2014 ; doublement de l'activité tous les 2 ans sur les 5 dernières années	Forte : croissance annuelle moyenne de 13,5 % du chiffre d'affaires sur les 5 derniers exercices
Performance financière (1)	Pertes accumulées depuis la création	TME moyen = -4,5 % TMN moyen = -5 %	TME moyen = 2,90 % TMN moyen = 1,3 %
Ratio d'endettement net (2)	3,7 M€ d'avances BPI France sur la période 2012-2017	-64 % en 2013 -37 % en 2014 24 % en 2015	184 % en 2013 164 % en 2014 127 % en 2015
Forme juridique	Société Anonyme à Conseil d'administration	Société Anonyme à Conseil d'administration	Société Anonyme à Conseil d'administration
Date d'admission à la cote	Novembre 2013	Décembre 2015	Septembre 2015
Statut/label	Statut Jeune Entreprise Innovante (JEI) Eligible FCPI (Fonds Commun de Placement dans l'Innovation)	-	-

(1) TME = taux de marge d'exploitation = Résultat d'exploitation / Chiffre d'affaires (calculé en moyenne sur 2013-2015)

TMN = taux de marge nette = Résultat net / Chiffre d'affaires (calculé en moyenne sur 2013-2015)

(2) Ratio d'endettement net = Endettement financier net / capitaux propres (un ratio d'endettement net négatif caractérise un endettement net négatif, c'est à dire une trésorerie active supérieure au montant de la dette financière).

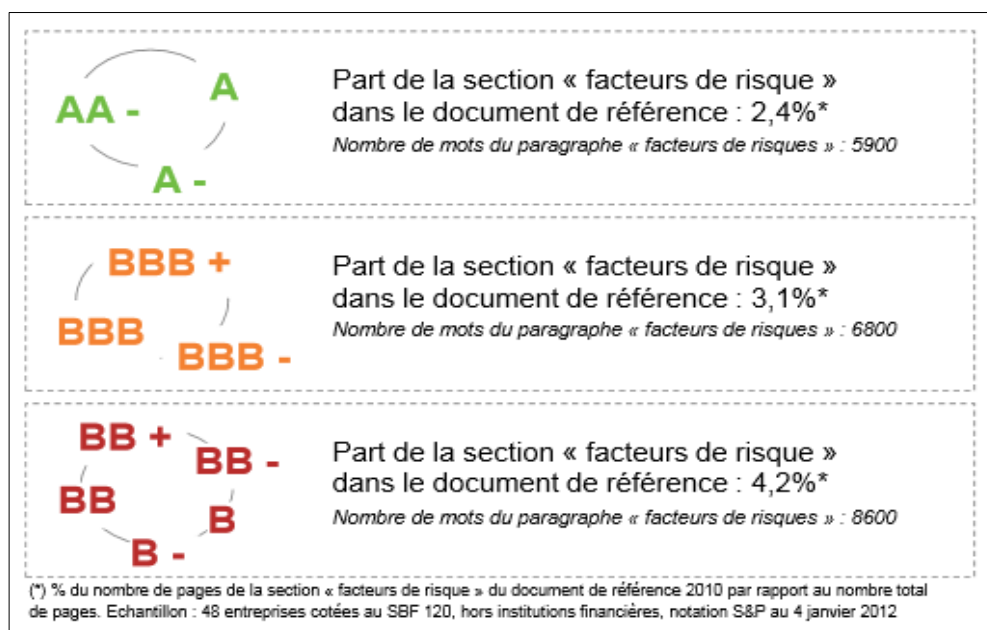
¹¹ Les données utilisées sur les 3 entreprises (caractéristiques et informations réglementées) sont pour leur totalité des informations publiques, publiées sur leurs sites Internet respectifs.

Annexe 2. Classification des facteurs de risques dans les documents de base¹²

	Société C	Société M	Société P
Section 4.1	Risques liés à l'exploitation de la société	Risques liés aux marchés sur lesquels intervient la société et la mise en œuvre de sa stratégie	Risques liés aux fondamentaux de l'activité
Section 4.2	Risques liés à l'activité de la société	Risques juridiques et réglementaires	Risques liés au groupe et à son organisation
Section 4.3	Risques juridiques	Risques industriels et environnementaux	Risques juridiques et liés aux réglementations
Section 4.4	Risques liés aux partenariats	Assurances et couverture des risques	Risques financiers
Section 4.5	Assurances et couverture des risques	Risques financiers	Faits exceptionnels et litiges
Section 4.6	Risques de marché	/	Assurances et couverture des risques
NB facteurs (1)	25	31	25

(1) Nombre de facteurs de risques développés par la société dans le document de base.

Annexe 3. Relation entre la notation S&P et le poids de la section « facteurs de risques » du document de référence (AMRAE 2012)

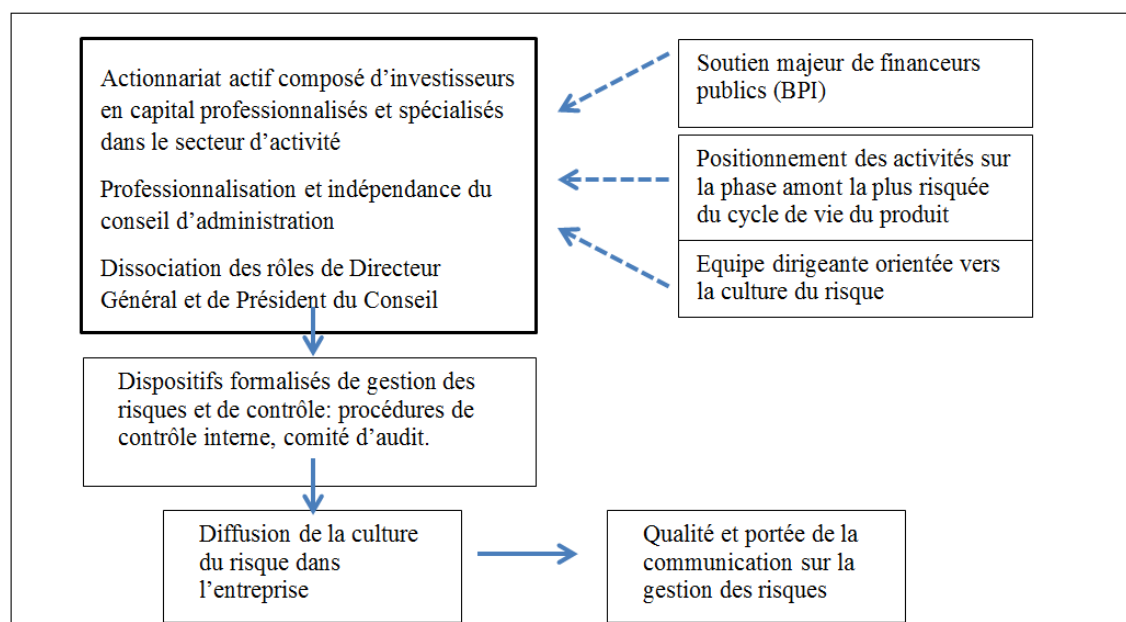


¹² Il ne s'agit pas de typologie des risques construites par l'auteur, mais de classifications des facteurs de risques propres aux entreprises étudiées, telles qu'elles sont observées dans les documents de base.

Annexe 4. Dispositifs de gouvernance à la date d'admission à la négociation

	Société C	Société M	Société P
Composition du Conseil d'Administration	7 administrateurs (dont le Directeur Général et 1 représentant de la société de capital investissement)	6 administrateurs (dont le PDG et 3 représentants des sociétés de capital investissement)	4 administrateurs (avec liens maritiaux et/ou familiaux)
Dissociation des fonctions	Oui : un président et un directeur général	Non : un président directeur général	Oui : un président et un directeur général (respectivement père et fils)
Présence de comités statutaires spécialisés	Comité d'Audit composé de 2 membres (1 administrateur + 1 membre externe) Comité Scientifique	Non	Non
Présence de comités non statutaires	Commission stratégique Commission propriété industrielle Commission de rémunération Commission business développement	Non	Non
Formalisation de dispositifs de contrôle interne	Oui	Non	Oui
Présence d'investisseurs en capital	Un capital investisseur (représenté au Conseil d'administration)	Trois capital investisseurs (représentés au Conseil d'administration)	Non
% du capital (des droits de vote) détenu par des investisseurs en capital	41,4 % (34,9 %)	70,26 % (70,26 %)	-
Soutiens financiers publics	Très élevés : subventions et avances par BPI France (6,8 M€ entre 2012 et 2017, dont 4,5 M€ seront remboursables dès l'atteinte d'un niveau de chiffre d'affaires donné)	Très faibles : pas de subvention ; prêt à taux zéro d'OSEO (ex BPI France) (ligne de 73 K€ en avril 2015).	-

Annexe 5. Les facteurs favorables à la culture du risque et à la qualité de la communication réglementée sur la gestion des risques dans la société C



Annexe 6. Succès des introductions en bourse

	Société C	Société M	Société P
Modalités de l'opération	Offre à Prix Ouvert et Placement global	Offre à Prix Ouvert et Placement global	Offre à Prix Ouvert et Placement global
Produit brut prévisionnel de l'augmentation de capital (1)	10,37 M€	8 M€	10 M€
Produit brut réel de l'augmentation de capital (2)	13,12 M€	5,11 M€	6,14 M€
Prix de l'offre	Borne haute de la fourchette	Borne basse de la fourchette	Borne basse de la fourchette (3)
Intérêt du public	Très marqué	Très faible	Moyen
Engagement de souscription des investisseurs en capital historiques	A hauteur de leur engagement	Près du double de leur engagement	NS (mais 53 % souscrit par investisseurs institutionnels)

(1) Avant exercice de la clause d'extension et de l'option de sur allocation et sur la base d'un milieu de fourchette.

(2) Après exercice de la clause d'extension et de l'option de sur allocation et sur la base du prix de l'offre.

(3) La fourchette initialement fixée a dû faire l'objet d'un ajustement à la baisse en milieu de période de souscription, pour pouvoir répondre aux demandes de souscription.

Références

AMF (2007), Rapport sur les valeurs moyennes et petites (VaMP), Autorité des Marchés Financiers.

- AMF (2010a), Cadre de référence sur les dispositifs de gestion des risques et de contrôle interne pour les valeurs petites et moyennes, Autorité des Marchés Financiers.
- AMF (2010b), Rapport complémentaire de l'AMF sur le gouvernement d'entreprise, la rémunération des dirigeants et le contrôle interne - Valeurs moyennes et petites se référant au Code de gouvernement d'entreprise de MIDDLENEXT de décembre 2009 – recommandation AMF n° 2010-15, Autorité des Marchés Financiers.
- AMF (2014), Guide d'élaboration des documents de référence adapté aux valeurs moyennes - DOC-2014-14, Autorité des Marchés Financiers.
- AMF (2015a), *Etude relative aux rapports des Présidents sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques pour l'exercice 2013*, publiée le 12 janvier 2015, Autorité des Marchés Financiers.
- AMF (2015b), *Rapport sur le rapport du Président sur les procédures de contrôle interne et de gestion des risques*, Groupe de travail présidé par J.C Hanus, publié le 18 novembre 2015, Autorité des Marchés Financiers.
- AMRAE (2012), L'influence de l'ERM sur la notation financière et extra-financière, 20èmes rencontres AMRAE, Deauville, 8-9-10 février 2012, <http://docplayer.fr/4618389-Atelier-bo3-l-influence-de-l-erm-sur-la-notation-financiere-et-extra-financiere.html>, Association pour le Management des Risques et des Assurances de l'Entreprise.
- Amran, A., Bin A. and Hassan, B. (2009), "Risk reporting: an exploratory study on risk management disclosure in Malaysian annual reports", *Managerial Auditing Journal*, 24 (1), pp. 39-57.
- Beasley M. S, Clune, R. and Hermanson, D.R. (2005), "Enterprise risk management: An empirical analysis of factors associated with the extent of implementation", *Journal of Accounting and Public Policy*, 24, pp. 521-531.
- Beasley M. S., Pagach, D. and Warr, R. (2008), "Information conveyed in hiring announcements of senior executives overseeing enterprise-wide risk management processes", *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 23 (3), pp. 311-332.
- Bhimani, A. (2009), "Risk management, corporate governance and management accounting: emerging interdependencies", *Management Accounting Research*, 20 (1), pp. 2-5.
- Boncori, A.L. et Cadet, I. (2013), Le comply or explain, un avatar de l'accountability, *Revue Française de Gestion*, 8 (237), pp. 35-55.
- Botosan, C.A. (2004), "Discussion of a framework for the analysis of firm risk communication", *International Journal of Accounting*, 39 (3), pp. 289-295.
- Bronson, S. N., Carcello, J. V. and Raghunandan, K. (2006), "Firm characteristics and voluntary management reports on internal control", *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 25 (2), pp. 25-39.
- Brustbauer, J. (2014), "Enterprise risk management in SMEs: Towards a structural model", *International Small Business Journal*, pp. 1-16, sagepub.co.uk/DOL:10.1177/0266242614542853
- Collier, P.M., Berry, A. and Burke, J.T. (2006), "Risk and management accounting: best practice guidelines for enterprise-wide internal control procedures", *CIMA Research Executive Summary Series*, 2 (11), <http://www.cimaglobal.com/>
- Combes-Thuélin, E., Henneron, S. and Touron, P. (2006), "Risk regulations and financial disclosures: an investigation based on corporate communication in French traded companies", *Corporate Communications: an International Journal*, 11 (3), pp. 303-326.
- Cordel, F. (2013), *Gestion des risques et contrôle interne – de la conformité à l'analyse décisionnelle*, Vuibert, collection Référence Management.
- COSO - Committee of Sponsoring Organizations (2004) *Enterprise risk management-integrated framework, Executive summary*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission - AICPA (American Institute of Certified Public Accountants).
- Deumes, R. (2008), "Corporate risk reporting: a content analysis of corporate risk disclosures in prospectuses", *Journal of Business Communication*, 45 (2), pp. 120-157.
- Deumes, R. and Knechel, W.R. (2008), "Economic incentives for voluntary reporting on internal risk management and control systems", *Auditing: a Journal Of Practice and Theory*, 27 (1), pp. 35-66.
- Dumez, H. (2008), « De l'obligation de rendre des comptes ou accountability », *Gérer et comprendre*, 91, pp. 4-8.
- Farrell, M. and Gallagher, R. (2014), "The valuation implications of enterprise risk management maturity", *Journal of Risk and Insurance*, DOI: 10.1111/jori.12035.
- [FERMA \(2003\), Cadre de référence de la gestion des risques \(AIRMIC, ALARM, IRM: 2002, translation copyright FERMA: 2003\)](#), Federation of European Risk Management Associations

- Gao, S. S, Sung, M.C. and Zhang, J, (2011), "Risk management capability building in SMEs: a social capital perspective", *International Small Business Journal*, 31 (6), pp. 677-700.
- Gordon, L.A., Loeb, M.P. and Tseng, C. (2009), "Enterprise risk management and firm performance: a contingency perspective", *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, pp. 301-327.
- Gumb, B. et Noel Lemaitre, C. (2007), « Le rapport des dirigeants sur le contrôle interne à l'épreuve de l'analyse des discours », *Comptabilité, Contrôle, Audit*, 2 (13), pp. 97-126.
- Hale, T.N. (2008), "Transparency, accountability and global governance", *Global Governance*, 14 (1), pp. 73-94.
- Hassan, M.K. (2009), "UAE corporations-specific characteristics and level of risk disclosure", *Managerial Auditing Journal*, 24 (7), pp. 668-687.
- Healy, P.M. and Palepu, K.G. (2001), "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature", *Journal of Accounting and Economic*, 31, pp. 405-440.
- Heap, A. (2008), "Risk transparency in the aftermath of the credit crisis", *Corporate Finance Review*, 12 (4), pp. 30-35.
- Hellmann, T. and Puri, M. (2002), "Venture Capital and the Professionalization of Start-Up Firms: Empirical Evidence", *Journal of Finance*, 57 (1), pp. 169-197.
- Hoyt, R.E. and Liebenberg, AP. (2011), "The value of enterprise risk management", *Journal of Risk and Insurance*, 78 (4), pp. 795-822.
- IFA (2010), Le suivi de l'efficacité des systèmes de contrôle interne et de gestion des risques - Guide méthodologique, en partenariat avec l'Audit Committee Institute de KPMG, novembre 2010, Institut Français des Administrateurs
- Islam, A. and Tedford D. (2012), Risk determinants of small and medium-sized manufacturing enterprises (SMEs): an exploratory study in New Zealand, *Journal of Industrial Engineering International*, Vol. 8, n°12, p. 1-13.
- ISO (2009), ISO 31000, Principles and generic guidelines on risk management, <https://www.iso.org>, International Organisation of Standardisation.
- Jensen, M. and Meckling, W. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3 (4), pp. 305-360.
- Kleffner, A.E, Lee, R.B. and McGannon, B. (2003), "The effect of corporate governance on the use of enterprise risk management: evidence from Canada", *Risk Management and Insurance Review*, 6 (1), pp. 53-73.
- Lajili, K. et Zeghal, D. (2005), Gérer le risque à l'échelle de l'entreprise – L'autre facette de la gouvernance d'entreprise, *Gestion*, (30), pp. 104-114.
- Liebenberg, A. P and Hoyt, R.E (2003), "The determinants of enterprise risk management: evidence from the appointment of chief risk officers", *Risk Management and Insurance Review*, 6 (1), pp. 37-52.
- McMullen, D. A., Raghunandan, K. and Rama, D. V. (1996), "Internal control reports and financial reporting problems", *Accounting Horizons*, 10 (4), pp. 67-75.
- Mikes, A. (2009), "Risk management and calculative cultures", *Management Accounting Research*, 20, p. 18-40.
- Nocco, B. W and Stulz, R. M. (2006), "Enterprise risk management: theory and practice", *Journal of Applied Corporate Finance*, 18 (4), pp. 8-20.
- Oliveira, J.S., Rodrigues, L.L., and Craig, R. (2011), "Risk-related disclosures by nonfinance companies: Portuguese practices and disclosure characteristics", *Managerial Auditing Journal*, 26 (9), pp. 817-839.
- Oliveira, J.S., Rodrigues, L.L., and Craig R. (2013), "Risk reporting: a literature review", Working paper, <http://hdl.handle.net/1822/23683>
- Paape, L. and Spekklé, R. F. (2012), "The Adoption and Design of Enterprise Risk Management Practices: An Empirical Study", *European Accounting Review*, 21 (3), pp. 533-564.
- Pagach, D. and Warr, R. (2011), "The characteristics of firms that hire chief risk officers", *The journal of risk and insurance*, 78 (1), pp. 185-211.
- Pras, B. et Zarlowski, P. (2013), « Obligation de rendre des comptes. Enjeux de légitimité et d'efficacité », *Revue Française de Gestion*, 8 (237), pp. 13-32.
- Verbano, C. and Venturini, K, (2013), "Managing risks in SMEs: a literature review and research agenda", *Journal of Technology Management and Innovation*, 8 (3), pp. 186-197.
- Viscelli, T.R., Hermanson, D. R. and Beasley, M. S. (2014), "ERM: The Implementation Process and Strategic Effectiveness", Working Paper, May 2014.
- Zelinschi, D., Levant, Y. et Berland, N. (2013), « Les motivations au découplage : l'exemple de l'introduction de l'IFRS 8 », *Finance, Contrôle, Stratégie*, 16 (1), [En ligne], mis en ligne le 18 avril 2013, URL : <http://fcs.revues.org/1274>.