« Quand dire c'est réguler »

Discours et communication de l'Autorité des marchés financiers

Thierry Kirat, Frédéric Marty, Hugues Bouthinon-Dumas et Amir Rezaee

Édition électronique

URL : <http://journals.openedition.org/ei/5862>

DOI : 10.4000/ei.5862

ISSN : 2553-1891

Éditeur

Association Économie et Institutions

Référence électronique

Thierry Kirat, Frédéric Marty, Hugues Bouthinon-Dumas et Amir Rezaee, « « Quand dire c'est réguler » », *Économie et institutions* [En ligne], 25 | 2017, mis en ligne le 20 décembre 2017, consulté le 02 mai 2019. URL : <http://journals.openedition.org/ei/5862> ; DOI : 10.4000/ei.5862

Ce document a été généré automatiquement le 2 mai 2019.

Revue Économie et institutions

« Quand dire c'est réguler »

Discours et communication de l'Autorité des marchés financiers

Thierry Kirat, Frédéric Marty, Hugues Bouthinon-Dumas et Amir Rezaee

Nous remercions les deux référés anonymes pour leurs très utiles commentaires sur la première version de cet article.

- 1 L'analyse de discours a été longtemps exclusivement développée dans le cadre des études linguistiques et sociolinguistiques, avant de devenir l'objet de recherches sociologiques et d'entrer enfin dans la recherche économique. Une partie de la sociologie économique a adopté la théorie des actes de langage issue des travaux séminaux de Austin (1962) et Searle (1979) pour développer une théorie de la performativité des discours de la science économique (Callon 1998, Callon & Muniesa 2005); parallèlement, des analyses sociologiques menées dans un cadre bourdieusien, mettent en évidence les structures de pouvoir et les conditions de production d'une parole autorisée dans le champ économique (Lebaron, 2010).
- 2 L'intégration de l'analyse pragmatique des actes de langage dans les sciences sociales est une approche dont la fécondité est désormais acquise. Elle s'applique à la fois à l'économie et à la finance, dans la mesure où des travaux de plus en plus nombreux sont consacrés aux effets des discours sur les pratiques (Brisset 2016, Lenglet 2006, Clévenot *et al.* 2015). Dans la littérature économique consacrée aux discours, les institutions analysées sont les autorités monétaires, plus particulièrement les banques centrales (FED et BCE), dans des perspectives centrées sur des problématiques de politique économique, à savoir la crédibilité des décisions des autorités monétaires et les réactions des acteurs aux annonces de politique monétaire. Le fait que les discours des banquiers centraux suffisent à modifier les comportements des financiers justifie que l'on puisse les qualifier d'actes perlocutoires, c'est-à-dire d'actes de langage qui produisent des effets, voire d'actes performatifs, c'est-à-dire d'actes qui réalisent le monde qu'ils décrivent. La pertinence de la linguistique pragmatique dans les sciences sociales semble bien établie, ce qui est compréhensible au regard du fait qu'elle lie le langage et l'action : les actes de langage renvoient à des actions accomplies par la parole (Ambroise 2014). Il faut distinguer ici deux types d'actes de langage et les effets qu'ils produisent : un acte illocutoire est un acte réalisé en disant quelque chose (« je baptise ce navire le *Queen Elizabeth* ») et produit

un effet interne ; un acte perlocutoire est un acte « réalisé par le fait de dire quelque chose », dont l'effet est externe à l'acte : il produit des effets externes, qui sont contingents (Ambroise 2014, p. 3-4). Alors qu'un acte performatif réalise ce qu'il énonce (« je déclare la séance ouverte »), un acte perlocutoire doit produire des effets qui sont externes à son énoncé.

- 3 En se situant dans l'approche pragmatique des actes de langage, cet article se propose de montrer que la régulation des marchés financiers comporte également une dimension communicationnelle spécifique. En la matière, pour paraphraser Austin, « dire c'est faire ! » et plus spécifiquement c'est « réguler », c'est-à-dire intervenir sur un marché pour en garantir le bon fonctionnement (du Marais 2004). C'est ce que nous tenterons de démontrer. Nous développerons l'idée que, quand le régulateur parle au public ou éventuellement à des publics particuliers, il ne s'agit pas simplement de doubler son action par une mise en mots ou une mise en scène, ni même seulement de justifier son action. Sa parole est elle-même une forme d'action qui complète ou se substitue à d'autres modes d'interventions découlant de ses prérogatives légales (autorisations, enquêtes, sanctions, etc.). Ainsi l'action communicationnelle du régulateur tend à dépasser le modèle de l'action rationnelle-légale webérienne, et renvoie à d'autres ressorts de l'efficacité de la régulation comme le « charisme » du régulateur. Les échanges langagiers ne constituent pas une réalité parallèle au monde des échanges financiers et des actes réglementaires : les paroles du régulateur sont elles-mêmes partie intégrante de l'activité de régulation. En d'autres termes, les discours du régulateur financier sont des actes perlocutoires : ils visent à produire des effets.
- 4 La régulation financière s'exprime ainsi à travers des « actes de langage », même si elle ne s'y limite évidemment pas. À la différence de la FED et de la BCE, l'AMF n'a pas de pouvoir macro-économique et ne participe pas à la conduite de la politique monétaire. Elle ne produit pas à ce titre d'énoncés performatifs comparables à ceux des banquiers centraux. Mais elle produit de l'information sur sa politique régulatrice et sur les comportements attendus des acteurs financiers régulés. À cet égard, un certain nombre de publications – les communiqués (Daigre 1999, Ballot-Léna 2004) – de l'AMF se présentent comme des actes de *soft law* ou « droit souple », c'est-à-dire non contraignants (Conseil d'État 2013). Ils sont pourtant reconnus comme des actes sur lesquels s'exerce le contrôle juridictionnel. Certes, à travers certains communiqués qui visent à informer le marché sur les risques de produits financiers, sur les comportements attendus ou les règles à respecter, l'AMF délivre des précisions, des indications ou des recommandations, qui ne sont pas, de toute évidence, des prescriptions, des prohibitions ou des habilitations. Ces actes n'en ont pas moins vocation à produire des effets économiques, comme l'a révélé, en mars 2016, l'acceptation par le Conseil d'État d'un recours en annulation d'un communiqué de presse de l'AMF¹.
- 5 Ce que le Conseil d'État indique en substance, c'est qu'il considère qu'un acte tel qu'un communiqué de l'AMF ayant des effets économiques, exercés sur les acteurs de l'industrie financière, relève d'une politique de régulation par la communication. Même si les positions et les fonctions d'une autorité de régulation sectorielle sont très différentes

d'une banque centrale, il n'en reste pas moins qu'un trait commun entre elles peut être trouvé par la pratique d'une régulation par les discours.

- 6 Cet article se propose d'examiner les différents niveaux de discours déployés par l'AMF et ses responsables, niveaux qui pourraient être présentés de manière suivante :
- compte-tenu de la focalisation de l'analyse économique des discours sur les banques centrales, il conviendra de situer le régulateur du marché financier dans ce contexte, afin de tester la pertinence de la « l'économie des mots » des autorités monétaires pour notre objet (1. « L'Économie des mots », des banques centrales à la régulation financière : un tour d'horizon).
 - La prise de parole de l'AMF fait partie de sa mission et de ses prérogatives. On peut donc distinguer une communication que l'AMF est légalement tenue de développer et une communication qu'elle est libre de déployer au-delà de ses obligations légales. Dans les deux cas, on peut considérer que sa communication relève de sa politique de régulation (2. La communication de l'AMF : le cadre juridique).
 - La politique de régulation, telle qu'elle est définie par les responsables de haut niveau de l'AMF à travers leur communication dans la presse économique et financière. On s'intéressera à la pédagogie de la régulation, telle que les responsables successifs de l'AMF l'expriment (présidents du collège, présidents de la commission des sanctions, mais aussi les secrétaires-généraux ou directeurs de division), à destination des acteurs financiers dans les interviews accordées à la presse économique et financière (3. Les structures lexicales des discours des dirigeants de l'AMF dans la presse écrite).

1. « L'Économie des mots », des banques centrales à la régulation financière : un tour d'horizon

- 7 Il est important de souligner la reconnaissance, en économie, de l'importance de la « mise en mots » dans la conduite de la régulation, essentiellement dans le domaine de la politique monétaire.
- 8 Par exemple, Holmes (2009) a développé une analyse ethnographique de la communication de banques centrales, qui s'articule dans une « Economy of words », expression révélant une économie politique dont les moyens communicationnels des banquiers centraux dessinent les contours. Plus précisément, sur la base d'une approche keynésienne, il s'intéresse au rôle des anticipations dans le façonnage des prix futurs et, surtout, à la question de savoir par quels canaux informationnels les Banques centrales rendent publique leur politique au regard du contrôle de l'inflation. Inspiré par la théorie de la performativité de l'économie défendue par Callon et Muniesa, Holmes démontre que « les innovations dans la politique monétaire offrent la démonstration la plus convaincante et marquée de la "thèse de la performativité" » (Holmes 2009, p. 383). En analysant la communication de la BCE, de la Bank of England et de la Reserve Bank of New Zealand, Holmes soutient que les moyens linguistiques et communicationnels modèlent les phénomènes économiques, plus particulièrement ceux qui sont à la limite du calcul et de la mesure. Selon lui, les mots accomplissent la fonction clé de créer des contextes qui structurent les cadres des données, des mesures statistiques et des projections économétriques. Les mots créent l'économie qu'ils décrivent, à la fois comme champ communicationnel et fait empirique. L'étude de Holmes soutient que, à travers la médiation technique des mots, un régime monétaire incorpore une dimension de voix réflexives : il entend par là prendre en compte les usagers des discours des banquiers

centraux, usagers dont les sensibilités en regard du futur influencent l'activité économique présente.

- 9 Quant à la « théorie standard », elle s'est emparée, depuis les années 2000, de la question des politiques de communication des institutions économiques, plus particulièrement des banques centrales, en lien avec le problème de la politique monétaire, de sa crédibilité, de la transparence des décisions des autorités monétaires (Clévenot *et al.* 2015, p. 144).
- 10 Dans le cadre de la Nouvelle économie classique, la théorie des anticipations rationnelles a mis au premier plan la question de la crédibilité de la politique monétaire, c'est-à-dire de la prévention des décisions de politique monétaire à effets inflationnistes. L'indépendance de la banque centrale est censée mettre ses décisions à l'abri des groupes de pression et de la tentation pour les gouvernements d'essayer d'acheter une réduction du chômage par de l'inflation, dans le cadre de l'arbitrage supposément décrit par la courbe de Philips. Il s'agit de contrecarrer les phénomènes d'incohérence temporelle dans les politiques publiques, c'est-à-dire de prévenir le risque que les gouvernants ne reviennent de façon opportuniste sur leurs engagements, période après période, en fonction de leurs intérêts du moment, mais au détriment des acteurs qui ont pris des positions de long terme sur la base des signaux initiaux. Les théoriciens des anticipations rationnelles ont vigoureusement critiqué ce type de politique, car l'effet des politiques monétaires expansionnistes se trouvent simplement réduit à de l'inflation, sans effets en termes réels. La soumission de l'action des autorités monétaires à une règle (en l'occurrence de prévention de l'inflation) est de nature à prévenir les risques liés aux choix discrétionnaires² (Kyddland & Prescott 1977). Ainsi, avec une banque centrale indépendante et soumise à une règle claire, il devient essentiel que les décisions de politique monétaire soient comprises par les agents, puisque les anticipations des agents sur la politique monétaire conduite par les autorités compétentes déterminent le succès de cette politique. Les autorités monétaires ont donc dû sortir de leur mutisme traditionnel, et prendre la mesure des effets de leur communication sur les anticipations des agents. C'est une question qui fut aussi examinée par la Nouvelle économie keynésienne (Clévenot *et al.* p. 150).

Ainsi, au cours des années 1980 et 1990, le rôle de la communication des Banques Centrales, en tant qu'instrument majeur pour guider les anticipations, a fait l'objet d'un consensus parmi de nombreux théoriciens. À ceci près qu'au sein de la NEC, le jeu stratégique confrontait le public et les autorités, alors que la NEK associait ces deux entités. Dans les deux cas, on considérait qu'une communication accrue améliorerait l'efficacité de la politique monétaire, de sorte que l'émission d'avis passait du statut de nuisance à celui d'outil-clé. (Clévenot *et al.* 2015, p. 152)

- 11 Clévenot *et al.* (2015) analysent la tonalité des éditoriaux du bulletin mensuel de la BCE dans une perspective inspirée de la théorie de la performativité des actes de langage et complétée par une analyse institutionnelle. Ils partent de l'exemple du discours de Mario Draghi, président de la BCE, dans lequel il affirmait, en juillet 2012, que « dans le cadre de son mandat, la BCE est déjà prête à tout faire pour préserver l'euro et, croyez-moi, cela sera suffisant ». Dans le contexte de la crise financière, la simple prise de parole de Mario Draghi, sans actes concrets associés, a eu un effet apaisant sur les marchés obligataires.
- 12 Après avoir analysé les changements de ton des bulletins de la BCE au cours de la période 1999-2014, les auteurs cherchent à préciser la nature du « public » auquel s'adresse la communication de cette institution, pour en dépasser le caractère « très schématique » que lui donne la littérature économique. Reprenant les catégories de Bourdieu (2001) et les analyses de Lebaron (2006), Clévenot *et al.* soutiennent que les discours de la BCE sont

des « actes d'institution » au sens bourdieusien du terme, c'est-à-dire des mots produits par des « porte-parole autorisés », membres de l'institution qui définit les conditions « qui doivent être remplies pour que la magie des mots puisse opérer » (Bourdieu 2001, p. 108). Le porte-parole autorisé est en quelque sorte le dépositaire « du pouvoir symbolique accumulé par le groupe qui l'a mandaté et dont il est le *fondeur de pouvoir* » (Bourdieu 2001, p. 163). Clévenot *et al.* considèrent, dans cette lignée, que « le banquier central apparaît comme le porte-parole des détenteurs de créances » et que, dans ce cadre, « la communication de la Banque centrale sert à actualiser régulièrement le contrat qui la lie aux acteurs financiers, car les créateurs souhaitent être rassurés régulièrement » (Clévenot *et al.*, 2015, p. 166).

- 13 Pour compléter ce tour d'horizon, on ne peut pas ne pas évoquer les perspectives développées par la sociologie économique quant à la performativité de l'économie, dans le prolongement de la grille théorique élaborée par Callon (1998). Partant de la proposition selon laquelle les sciences économiques « performant, modèlent et formatent l'économie réelle, plus qu'elles ne l'observent dans son fonctionnement » (Callon 1998, p. 2), des spécialistes de la finance la prolongent dans le champ de la finance. La plupart des analystes soutiennent que des produits financiers ou des modèles sont performatifs (par exemple le modèle de Black-Scholes et Merton chez MacKenzie et Millo, 2003). Plus rares sont les auteurs qui ont mis en évidence un effet performatif comprenant une dimension normative. Par exemple, en mettant en évidence une liaison entre le performatif et le normatif dans la thèse austinienne, Lenglet a analysé la « fonction déontologie » dans les banques comme « une instance proprement discursive déployée au sein de l'entreprise » (Lenglet 2006, p. 6). Elle « performe la norme » que les « multiples règlements régissant l'espace financier » imposent (*id.*) Mais les institutions de régulation financière ne sont pas prises en compte, à notre connaissance, dans le champ de la sociologie de la finance influencée par la théorie de la performativité.
- 14 Au total, dans la littérature en économie et en sociologie, les analyses des discours sont plurielles quant à leur objet et à leur cadre analytique de référence, comme l'illustre le tableau suivant.

Tableau 1. Situation des analyses des discours

		Objets		
		Banques centrales	Produits financiers	Régulation du marché financier
Cadre analytique	Pragmatique linguistique – perlocution ou performativité	(1) Holmes 2009	(3) Brisset 2016 Lenglet 2006 MacKenzie & Millo 2003	(5) Lenglet 2006 (sur la conformité)
	Pouvoir d'institution – Bourdieu	(2) Lebaron 2010 Clévenot, Desmedt et Llorca 2015	(4) -----	(6) -----

Source : auteurs

- 15 Ce que le tableau permet de visualiser, c'est que peu de travaux sont consacrés à la régulation financière. À l'exception de Lenglet (2006) qui évoque les effets de la réglementation sur la mise en œuvre de la fonction conformité dans les banques, nous ne recensons aucune publication dans ce champ, dans lequel le présent article se situe.
- 16 La question qui nous préoccupe est en effet celle des actes de langage d'une autorité de régulation sectorielle, qui a des prérogatives différentes de celles d'une banque centrale : elle n'est pas chargée d'une politique macroéconomique mais d'une mission de régulation des marchés financiers. La régulation financière trouve sa justification théorique dans les difficultés de fonctionnement du marché liées au caractère incomplet et asymétrique de l'information et aux risques de comportements opportunistes ou de spéculations illicites. Afin de prévenir ces échecs de marché et de sanctionner des comportements dommageables, l'AMF est chargée de veiller au bon fonctionnement des marchés financiers, à la qualité de l'information donnée aux investisseurs et à la protection de l'épargne. Pour remplir sa mission, l'AMF dispose de différents pouvoirs : elle participe à la réglementation des marchés financiers, elle accorde des autorisations individuelles, elle contrôle les acteurs et surveille les marchés et enfin elle exerce un pouvoir de sanction ou de transaction en cas de manquements aux obligations professionnelles et d'abus de marché. Ainsi l'AMF est-elle une institution qui agit de manière permanente sur le marché avec lequel elle entretient des liens continus. Ces liens sont juridiques mais aussi langagiers. Son action prend en effet la forme d'actes normatifs, administratifs ou quasi-juridictionnels. Mais, comme nous l'avons vu dans l'introduction, l'AMF peut aussi agir à travers des actes de communication non juridiques.

2. La communication de l'AMF : le cadre juridique

- 17 En effet, la communication est une composante non négligeable de l'activité concrète de l'Autorité des marchés financiers. Selon l'hypothèse extrême d'efficacité des marchés

financiers, c'est l'arrivée d'informations nouvelles qui fait changer les cours de la bourse et le prix des instruments financiers, l'information est donc essentielle au fonctionnement des marchés financiers. Toutefois, même en relâchant cette hypothèse d'efficience, on peut soutenir que l'information est une dimension majeure de la régulation financière. La protection des investisseurs comme la détermination par le marché de la juste valeur des instruments financiers échangés dépendent en effet de la qualité de l'information donnée aux opérateurs du marché préalablement à leurs décisions d'investissement (Chacornac 2014, Bouthinon-Dumas 2007). L'AMF, en tant que principale autorité de régulation des marchés financiers, a la tâche de veiller à la bonne information des investisseurs. C'était, avec la protection de l'épargne publique et le bon fonctionnement des marchés, une mission historiquement confiée à la Commission des opérations de bourse (COB) en 1967 (Decoopman 1980). La COB a été fusionnée avec le Conseil des marchés financiers (CMF) et le Conseil de discipline de la gestion financière pour donner naissance, en 2003, à l'AMF (Conac 2003, Daigre 2003). Elle a été instituée par le législateur comme « autorité publique indépendante » (art. L621-1 du Code monétaire et financier)³. Mais l'AMF n'est pas seulement garante de l'information donnée aux investisseurs, elle est aussi un acteur qui participe directement et indirectement à la diffusion d'informations pertinentes au marché. Pour apprécier la politique de communication de l'AMF, il est essentiel de mesurer l'importance des prérogatives de l'AMF ayant une dimension communicationnelle.

2.1. La communication au cœur du système régulateur de l'AMF

- 18 La communication de l'AMF doit être resituée comme l'une des dimensions de l'action régulatrice. Une autorité de régulation est une entité juridique (dans le cas de l'AMF, elle est dotée de la personnalité morale) et une organisation finalisée (une autorité dont les missions sont fixées en termes précis par le législateur à travers des objectifs). D'un point de vue fonctionnel et analytique, un régulateur se présente comme un pôle actif dans un système d'échanges relativement complexe. L'AMF est ainsi liée à son environnement économique et institutionnel par différents flux dont elle est tour à tour destinataire ou émettrice.
- 19 On peut tout d'abord noter qu'il y a des échanges de personnes entre l'AMF et l'appareil étatique, dans ses composantes administrative, politique et judiciaire. Le collège de l'AMF, la commission des sanctions et les services dirigés par le secrétaire général sont alimentés par des hommes et des femmes issus, dans des proportions en partie déterminée par le Code monétaire et financier (art. L621-2), par les grands corps et les hautes juridictions (Conseil d'État, Cour de cassation, Cour des comptes, Inspection des finances...) les administrations (Banque de France...) et l'Université. Une autre partie des personnels siégeant dans les organes de décision et dans les services sont issus du secteur privé (art. L621-5-1), en particulier les entreprises financières, les sociétés cotées, les entreprises d'investissement, les cabinets d'expertise-comptable ou encore les cabinets d'avocats.
- 20 On peut aussi souligner la dimension financière des relations qui lient l'AMF au secteur d'activité qu'elle régule : l'AMF perçoit des contributions des entités qui sont soumises à son contrôle (L621-5-3). Elle dirige aussi des flux financiers vers des fonds d'indemnisation ou vers le Trésor public à la suite des sanctions prononcées par la commission des sanctions ou les sommes allouées dans le cadre d'accords de composition administrative (L621-15).

- 21 Mais le flux le plus important qui concerne l'AMF est certainement le flux des informations qu'elle reçoit, qu'elle émet ou qu'elle relaie, notamment en les rendant publiques. L'AMF peut alors emprunter plusieurs voies : utiliser les supports institutionnels à sa disposition (Journal officiel, son site Internet, ses propres revues...), passer par les supports de communication extérieurs, en particulier la presse et les médias ou encore combiner les deux précédentes techniques. Il convient en outre de préciser que les informations impliquant l'AMF peuvent être de nature normative (car l'activité normative emprunte au langage et les actes normatifs sont donc généralement des actes de langages particuliers [Paclot 2004]) ou non normative (la communication est alors informative, pédagogique ou expressive, pour ne citer que quelques autres fonctions du langage). Toutes concourent à la régulation financière.
- 22 Pour la bonne compréhension de la dimension communicationnelle de la politique régulatrice de l'AMF, il est nécessaire de distinguer les formes de communication qui sont imposées ou suggérées à l'AMF par le législateur et celles qui sont libres.

2.2. Les formes de communication de l'AMF visées par la loi

- 23 Le Code monétaire et financier prévoit et encadre de multiples formes de communication impliquant directement l'AMF. Cela démontre que la communication, qu'elle soit normative ou pas, joue un rôle essentiel dans la pratique de la régulation. L'exercice de la fonction de régulation, singulièrement la régulation des marchés financiers, passe manifestement par l'écoute et la parole. Pour réguler, il faut communiquer.
- 24 Les différentes prérogatives de l'AMF en matière de régulation passent par des communications.
- 25 Le pouvoir normatif de l'AMF s'exprime par un acte de langage particulier : l'édiction de son Règlement général qui, après homologation du ministre de l'Économie, est publié au Journal officiel (art. L621-6). Le règlement général est complété par des instructions et des recommandations dont la portée normative est inférieure. L'AMF est en outre amenée à contrôler les normes élaborées par des organismes privés gérant des infrastructures de marché (règles des marchés réglementés, règles de fonctionnement des chambres de compensation, etc.).
- 26 L'AMF dispose aussi d'un pouvoir de décision individuel qui se matérialise par des décisions administratives particulières. Ces décisions sont aussi des actes de communication dirigés non seulement vers les bénéficiaires de ces autorisations mais aussi vers les tiers qui pourraient être intéressés (clients, concurrents, souscripteurs...). C'est la raison pour laquelle ces autorisations administratives et les agréments délivrés par l'AMF sont publiés (visa de l'AMF aux opérations d'offres au public (art. L621-8), liste des prestataires agréés, etc.).
- 27 Dans sa mission de contrôle et de surveillance des acteurs et des marchés soumis à son pouvoir de régulation, l'AMF reçoit, sollicite, transmet de nombreux renseignements (art. L621-8-4). Elle reçoit les dossiers des demandeurs, peut demander des précisions ou des éclaircissements (art. L621-18). Dans le cadre des procédures d'enquêtes et de contrôle, l'AMF recueille des informations auprès des entités régulées, de leurs agents, voire de tiers (art. L621-10) ; elle peut obtenir la production forcée de certaines pièces avec le concours de magistrats (L621-12). En retour, elle élabore différents rapports d'enquête ou de contrôle. Ces rapports peuvent, le cas échéant, être transmis au procureur de la

république s'ils concernent des faits susceptibles de donner lieu à des poursuites pénales (art. L621-20-1) ou à des juridictions civiles dans le cadre d'une action en réparation (art. L621-12-1). Toujours au titre de sa fonction de contrôle, l'AMF est destinataire de certaines déclarations de soupçon (art. L621-17-2 et s.). Elle reçoit aussi les listes d'initiés, c'est-à-dire des personnes qui, par leurs fonctions, ont des informations privilégiées, qu'elles ne peuvent exploiter sur le marché ou communiquer sans se rendre coupables d'un délit d'initié (art. L621-18-4). Le médiateur de l'AMF est destinataire des réclamations qui peuvent être adressées par les utilisateurs des marchés financiers (art. L621-19). En retour, le médiateur est d'ailleurs tenu d'élaborer un rapport annuel sur son activité. Pour garantir la bonne information du marché, l'AMF est appelée à communiquer avec les émetteurs bien sûr, mais aussi avec d'autres intervenants, en particulier les commissaires aux comptes des sociétés cotées (art. L621-22).

- 28 L'AMF reçoit et émet des rapports de plus en plus nombreux : rapport sur le fonctionnement des conseils, sur la gestion des risques, rapports des associations régulant la diffusion de recommandations financières dans le cadre d'une activité journalistique... En retour, l'AMF dresse des bilans de ces informations qu'elle recueille sous la forme de « rapport sur les rapports » (art. L621-18-3 ou L621-35). À cet égard, le rapport le plus important que l'AMF est obligée de produire est son « rapport annuel au Président de la république et au Parlement », dans lequel elle peut notamment formuler des propositions de réformes législatives ou réglementaires (art. L621-19).
- 29 L'AMF est dotée d'un pouvoir de sanction qui est exercé par sa commission des sanctions, au terme d'une procédure qui repose naturellement sur un grand nombre d'actes de communication qui sont en même temps des actes de procédure (notification de griefs, réponses, rapport du rapporteur, décision de la commission des sanctions, information sur l'existence d'un recours pendant...) (art. L621-15).
- 30 Une part de plus en plus importante de l'activité de l'autorité des marchés financiers passe par une coopération avec d'autres régulateurs français (l'Autorité de contrôle prudentielle et de résolution (ACPR), la Banque de France (art. L631-1), la Commission de régulation de l'énergie (CRE) (art. L621-21), l'Autorité de la concurrence (art. L631-1), le Conseil supérieur de l'audiovisuel (CSA), etc.), des régulateurs homologues étrangers, des régulateurs européens, notamment l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA), ou internationaux, comme l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO). L'AMF peut aussi être appelée à collaborer par les juridictions civiles et pénales. Ces différentes coopérations seront naturellement formalisées par des communications particulières qui s'inscrivent dans les cadres de la coopération entre les autorités de régulation qui résultent soit de textes européens et internationaux, soit d'accords de coopération bilatéraux ou multilatéraux.
- 31 Cette présentation des formes de communication prévues par le législateur fait apparaître une très grande diversité de formes et de statuts. Cette communication est encadrée par le législateur qui soumet un assez grand nombre de transmissions d'informations au secret professionnel (art. L621-17-6). Légalement, ces communications ne pourront donc pas être publiques. À l'inverse, certaines communications doivent nécessairement être rendues publiques. Il en va ainsi du règlement général car c'est évidemment une condition de son opposabilité et la conséquence de sa publication au journal officiel. C'est aussi le cas du Rapport annuel. Du point de vue de la politique régulatoire de l'AMF, il est encore plus intéressant de relever que le législateur donne à l'AMF des facultés de rendre publics certaines informations ou certains actes (art.

L621-14). L'AMF a ainsi le droit (mais pas l'obligation) d'informer le public d'une transmission d'informations au parquet dans la perspective de poursuites pénales (art. L621-15). S'agissant des décisions de sanction, l'AMF doit désormais, en principe, publier les décisions, en recourant éventuellement à l'anonymisation (L621-15). Mais si cette publication est de nature à perturber le fonctionnement des marchés, l'AMF a encore la possibilité de renoncer à la publication des décisions (Conac 2006). En dehors d'une procédure de sanction, le législateur reconnaît à l'AMF le droit d'informer le public sur les observations qu'elle a été amenée à faire à une entité soumise à son contrôle (art. L621-18). Cela rejoint une forme de communication tout à fait caractéristique de la fonction indissociablement régulateur et communicationnelle : la mise en garde du public contre des sollicitations de l'épargne publique présentant des dangers particuliers (art. L621-8-3). La communication de l'AMF au public apparaît ainsi comme une sorte de mesure de régulation en dernière instance : si elle n'a pas pu cantonner ou faire corriger des informations ou des communications promotionnelles (art. L621-8-2), elle peut en fin de compte informer elle-même directement les investisseurs qu'elle a la charge de protéger (Granier 2004).

2.3. Les autres formes de communication pratiquées par l'AMF

- 32 À côté de cette communication réglementée, qu'elle soit obligatoire ou optionnelle, il faut souligner que l'AMF dispose d'une liberté d'expression en tant qu'institution. Et force est de constater qu'elle use massivement de cette liberté. Ce n'est, en effet, pas parce que le législateur a prévu expressément certaines formes de communication typiques que l'AMF ne peut pas faire usage de sa faculté générale de prise de parole. Le législateur n'a pas entendu brider la liberté de parole des autorités de régulation, en particulier de l'AMF, alors que, par contraste, la liberté de parole des magistrats ou des fonctionnaires en général est plus limitée, du fait notamment du devoir de réserve auquel ils sont soumis. Sans que la liberté de parole des autorités de régulation soit spécialement proclamée, on peut considérer que celle-ci se déduit de leur caractère essentiellement « indépendant ». En vertu de leur indépendance, les autorités de régulation sont libres de parler, du moins si cette parole s'inscrit dans la fonction de régulation qui leur a été confiée.
- 33 L'AMF étant une organisation collective et complexe, se pose alors la question de savoir qui est habilité à « parler pour » voire « au nom de » l'AMF. En effet, les personnes morales s'expriment par le truchement de leurs représentants légaux, mais dans le cas de l'AMF, la loi ne définit pas explicitement qui est son représentant légal. Dans une collectivité, il faut en outre prévoir comment le discours qui sera réputé être celui de l'ensemble sera produit (par exemple du fait de l'adoption d'une résolution selon une règle de prise de décision particulière comme la loi de la majorité). Or, dans le cas de l'AMF coexistent plusieurs organes institués par le Code monétaire et financier et, en dehors des cas où des attributions sont prévues ou évidentes (par exemple le « rapport du médiateur » est évidemment élaboré par le médiateur, etc.), il existe une incertitude sur les émetteurs réels des discours de l'institution. Par principe et par défaut, il semble qu'il revienne au président de l'AMF d'être la voix de son institution. Il l'est spécialement dans un certain nombre d'hypothèses visées par la loi (« Le président a qualité pour agir au nom de celle-ci devant toute juridiction », selon l'article L621-2). Il semble qu'il faille considérer qu'il est le porte-parole naturel de l'AMF dans les autres cas de figure. En dépit de l'article L621-2 du Code monétaire et financier qui semble réserver le pouvoir résiduel

au collège et non au président (« sauf disposition contraire, les attributions confiées à l'Autorité des marchés financiers sont exercées par le collège », selon l'article précité). Mais, s'agissant d'une faculté éminemment personnelle (la parole), il semble logique de reconnaître au président cette compétence. On pourrait même conjecturer que cette compétence est inhérente à la fonction de « président » qui, à la différence d'un « directeur » par exemple, impliquerait nécessairement une fonction de représentation externe. Les compétences du président de l'AMF peuvent d'ailleurs faire l'objet d'une délégation (art. L621-5). C'est sans doute ce qui explique concrètement qu'une grande diversité de personnes soient amenées à prendre la parole au nom de l'AMF : le président bien sûr, mais aussi le président de la commission des sanctions (au moins pour les sujets qui la concernent), le secrétaire général et même d'autres personnes figurant dans l'organigramme de l'AMF sans avoir été visées par le législateur (secrétaires généraux adjoints, directeurs de division, etc.), ainsi que des membres du collège, notamment dans les cas où ils président un groupe de travail.

- 34 À cette diversité des porte-paroles s'ajoute une diversité des vecteurs de la communication non réglementée de l'AMF. Le site internet de l'AMF donne accès de manière aisée à de nombreuses publications. On trouve tout d'abord différents rapports (en plus des rapports obligatoires déjà mentionnés) comme les rapports des groupes de travail (par exemple un rapport de 2014 sur les introductions en bourse), un rapport de 2013 sur *le prononcé, l'exécution de la sanction et le post-sentenciel – dit rapport Nocquet* –, des documents programmatiques comme la *Stratégie 2013-2016 de l'AMF* publiée en 2013, des guides à destination des professionnels (comme le guide sur la directive Marché d'Instruments Financiers de mai 2014 [MIF 2] à l'intention des sociétés de gestion⁴) ou des guides pédagogiques à destination des investisseurs (comme les guides sur les OPA ou sur le vote en assemblée générale dans les sociétés cotées). L'AMF publie en outre de nombreuses publications régulières comme la *Lettre de la régulation financière*, la *Lettre de l'Observatoire de l'épargne*, la *Lettre économique et financière* ou les *Cahiers scientifiques de l'AMF*.
- 35 L'AMF suscite directement des manifestations scientifiques : ateliers, colloques, conférences dont elle publie les actes. Si les responsables de l'AMF ne sont généralement pas les seuls intervenants, il est aisé de recueillir leur point de vue à l'occasion d'échanges organisés avec des universitaires et des acteurs des marchés financiers.
- 36 Le site de l'AMF donne accès à ses communiqués de presse. Ceux-ci constituent une forme de communication très intéressante, dans la mesure où ils accompagnent fréquemment des actes normatifs, des décisions ou des positions officielles qui relèvent de la communication réglementée. L'AMF peut ainsi donner de l'écho et orienter l'interprétation qui sera donnée de ses propres décisions. Les communiqués de presse accompagnent, de façon non systématique, des décisions de la commission des sanctions. Cela favorise la reprise de ces informations par les médias. Cela permet aussi à l'AMF de jouer un rôle pédagogique à l'occasion de l'adoption d'un acte normatif ou d'une décision individuelle. La part proprement politique de la régulation par la communication se dévoile particulièrement à ces occasions.
- 37 Enfin, en dehors des supports développés par l'AMF elle-même, les représentants du régulateur peuvent utiliser voire solliciter les médias généraux ou spécialisés (en particulier la presse économique et financière : *Les Echos*, *L'Agefi*...) pour faire passer des messages et s'adresser au public et parfois sans doute à des auditoires particuliers (les

investisseurs, les professionnels des marchés financiers, le gouvernement, les juges...). L'interview apparaît comme la forme privilégiée de ce type de communication.

- 38 Alors que les formes de communication visées par le législateur concernent surtout les pouvoirs normatifs, de contrôle et de sanction de l'AMF, il apparaît que la communication que l'AMF est libre de développer va au-delà de la communication réglementée. Cela lui permet de jouer un rôle « pédagogique » qui peut être une modalité subtile d'exercice d'un pouvoir d'influence. La fonction de cette communication libre va de l'interprétation autorisée de sa propre pratique normative et décisionnelle, à l'expression d'espoirs ou d'inquiétudes qui peuvent orienter subtilement les représentations collectives, en passant par la formation d'une doctrine réglementaire et la proposition d'instruments pédagogiques qui visent à faciliter non seulement l'application du droit des marchés financiers, mais aussi son appropriation par les acteurs de marchés afin de favoriser des stratégies de conformité (Bouthinon-Dumas 2017).

3. Les structures lexicales des discours des dirigeants de l'AMF dans la presse écrite

- 39 Si les discours des banquiers centraux sont désormais l'objet de recherches nombreuses, ceux tenus par des régulateurs économiques et financiers sont jusque-là relativement ignorés.
- 40 Après avoir précisé le contexte juridique de la communication de l'AMF, nous nous intéressons maintenant au contenu des discours tenus dans la presse écrite par les dirigeants de l'AMF, de sa création en 2003 à la fin de l'année 2015. Le corpus retenu ici est composé des interviews données par les présidents de l'institution, leurs secrétaires-généraux ou secrétaires généraux-adjoints et des directeurs de division et chefs de service. Le corpus a été constitué à partir de la base de données d'articles de presse *Factiva*. Outre les interviews *stricto sensu*, nous avons retenu les articles de presse qui rendent compte, par un usage important des citations entre guillemets, des positions prises par les dirigeants de l'AMF.
- 41 Nous avons recueilli 47 interviews : 28 ont été données par les présidents de l'AMF, 9 par les présidents de la commission des sanctions, 6 par le secrétaire général et des secrétaires généraux-adjoints. En outre, 3 interviews ont été faites par des directeurs de division ou chefs de services et, enfin, une dernière par un membre du Collège de l'AMF (voir annexe pour le détail des titres de presse).
- 42 Globalement, la couverture médiatique des positions des responsables de l'AMF a un profil cyclique (Figure 1). Les premières années de l'AMF ont suscité un intérêt croissant de la part des journalistes, intérêt qui se manifeste à nouveau d'abord par le bouleversement du panorama boursier, après la mise en place de la Directive 2004/39/EC entrée en vigueur le 1^{er} novembre 2007 (dite « directive MIF »), suivi par le déclenchement de la crise des *subprimes* en 2008 avec un fort regain des interviews qui durera jusqu'en 2011. La période qui suit voit un effondrement de l'écho donné par la presse écrite aux positions de l'AMF.

Figure 1. Nombre d'interviews de dirigeants de l'AMF par année publiées dans la presse écrite

Source : auteurs

- 43 Une analyse statistique lexicale menée avec *Alceste* sur le texte des entretiens donnés à la presse économique et financière, parfois dans des quotidiens généralistes nationaux ou même régionaux (deux cas, *Libération* et *La Montagne*) fait apparaître trois classes lexicales :

Classe 1 (gros carrés), qui représente 35 % du corpus, renvoie au langage du droit, de la procédure, en lien avec la question de la sanction.

Classe 2 (triangles), composant 20 % du corpus, reprend le lexique de l'information financière, de la transparence du marché, donc des missions de l'AMF : assurer le bon fonctionnement du marché financier.

Classe 3 (petits carrés), représentant 45 % du corpus, mobilise le lexique des enjeux macro-économiques, monétaires et internationaux, liés à la régulation bancaire et financière.

- 44 La Figure 2 (issue d'une analyse factorielle en coordonnées par le logiciel ALCESTE) montre les classes lexicales et les auteurs des discours associés (noms précédés d'une *). Le lexique à dominante juridique et procédurale qui renvoie à la sanction est naturellement associé aux présidents de la Commission des sanctions (Jacques Ribs de 2003 à 2006, Daniel Labetoulle de 2006 à 2011, Claude Nocquet de 2011 à 2014, et Michel Pinault de 2014 à 2016) et à l'ancien secrétaire général de l'AMF (Gérard Rameix). La classe lexicale des missions de l'AMF en termes de transparence du marché et de protection des investisseurs et des épargnants est associée aux directeurs de division et chefs de service (Yates, Lemaire, Givry) et à un des présidents de l'AMF, Michel Prada.

Figure 2. Analyse factorielle en coordonnées des 47 interviews (ALCESTE)

Source : auteurs

- 45 Comment les Présidents successifs de l'AMF positionnent-ils leur discours lors d'interviews dans la presse? Rappelons les présidents successifs: Michel Prada, inspecteur des finances, prend les rênes de l'institution lors de sa création en 2003 et reste en fonction jusqu'en décembre 2008, date à laquelle lui succède un autre membre de l'Inspection des finances, Jean-Pierre Jouyet, qui dirigera l'AMF jusqu'en 2012. Après un intérim de quelques mois, c'est un membre de la Cour des comptes, Gérard Rameix, ancien secrétaire général de l'AMF, qui devient président en juillet 2012.
- 46 L'analyse lexicale des entretiens dans la presse via *Alceste* montre une différence de clusters de mots et de lexiques entre les trois présidents successifs.
- 47 Les graphiques suivants (graphiques 1, 2, 3) donnent les clusters des trois Présidents: Michel Prada (individu 1), Jean-Pierre Jouyet (individu 7) et Gérard Rameix (individu 6).

Graphique 1. Cluster de Michel Prada (Président, 2003-2008)

Source : auteurs

Graphique 2. Cluster de Jean-Pierre Jouyet (Président, 2008-2012)

Source : auteurs

Clusters de l'individu n° 6

nyse context projet mode evoluer regretter bourse discussion poursuivre constitution remettre taxe peser evenement complexe obligation epargne fonctionnement susceptible place jouer inquietude action capable gerer accepter abus fond abus boursier engagement fraction important moment repression cle infraction assur engager pre preoccupation vigueur qualite negatif taxe peser evenement complexe obligation epargne fonctionnement susceptible place jouer inquietude action capable gerer accepter abus fond abus boursier engagement fraction important moment repression cle infraction assur engager mauvais alternat classique titrison financier limiter banquiere haut equivalent risque credit reprendre facon pre preoccupation vigueur qualite negatif taxe peser evenement complexe obligation epargne fonctionnement susceptible place jouer inquietude action capable gerer accepter abus fond abus boursier engagement fraction important moment repression cle infraction assur engager

Classe 1 Classe 2 Classe 3

48 Au cœur des discours de Michel Prada (individu 1, graphique 1), se trouve le discours sur l'information des marchés, la transparence, les produits financiers, la protection des investisseurs et des épargnants, donc sur les missions premières de l'AMF. Ces éléments sont rapprochés dans le noyau central de réflexions sur la sanction (mots en bleu). Les éléments de discours sur les enjeux macro-monnaétaires ne sont pas centraux, alors qu'ils le sont pour Jean-Pierre Jouyet qui assure la présidence de 2008 à 2012, et qui donc est aux affaires au plus fort de la crise et dans le contexte des réformes qui ont suivies (individu 7, graphique 2). Son discours est quasi exclusivement centré sur les enjeux macroéconomiques et monétaires, européens et internationaux, dans le réseau lexical central. Les composantes lexicales des missions de l'AMF (les mots en bleu) sont périphériques. Le parcours de Jean-Pierre Jouyet et le contexte dans lequel il a présidé l'AMF expliquent vraisemblablement les particularités de son discours : ancien secrétaire d'État chargé des Affaires européennes, et futur Secrétaire général de la Présidence de la République, il a une vision plus politique que technique de la régulation financière. De plus, ayant présidé l'AMF dans une période de tourmente financière majeure, il a largement fait part de ses points de vue sur les enjeux macro-monnaétaires internationaux. Se différenciant de ses deux prédécesseurs, Gérard Rameix (individu 6, graphique 3) a un discours à la fois moins centralisé et plus articulé entre les trois champs lexicaux : la procédure, les missions de l'AMF, le contexte macroéconomique. Après les années de crise et d'incertitude, l'activité de l'AMF retrouve un équilibre entre ce qui relève des fonctions premières du régulateur financier et le contexte général.

49 Les quatre présidents successifs de la Commission des sanctions de l'AMF ont des discours très centrés sur les questions légales et procédurales, qui relèvent de la classe lexicale 1. Une exception toutefois doit être signalée : les discours de Claude Nocquet, seule présidente de la Commission à ne pas appartenir au Conseil d'État puisqu'étant magistrate à la Cour de Cassation, sont beaucoup plus structurés autour des questions de

Graphique 4. Cluster de Jacques Ribs (Président de la Commission des sanctions, 2003-2006)

Clusters de l'individu n°15

Source : auteurs

Graphique 5. Cluster de Daniel Labetoulle (Président de la Commission des sanctions, 2006-2011)

Source : auteurs

Graphique 6. Cluster de Claude Nocquet (Présidente de la Commission des sanctions, 2011-2014)

Source : auteurs

Graphique 7. Cluster de Michel Pinault (Président de la Commission des sanctions, 2014-2016)

Source : auteurs

- 50 Dans ses interviews, Jacques Ribs, qui fut le premier Président de la Commission des sanctions (de 2003 à 2006), parle le langage du droit, de la procédure, de la sanction. La totalité du cluster est associée à la classe 1 et se décompose en trois sous-ensembles : d'abord, à droite du graphique, un discours mené sur la vocation de la commission des

sanctions, entre rôle disciplinaire et pédagogie à destination des acteurs financiers régulés. Le cluster de mots situé dans la partie haute du graphique renvoie à l'élaboration d'une doctrine sur les conditions de l'évaluation des sanctions pécuniaires, au regard des profits tirés d'une infraction et de sa gravité. Enfin, sur la partie gauche du graphique, un dernier cluster est associé à la réalisation de discussions et de réflexions, au sein de la commission des sanctions, sur les procédures juridiques à mettre en œuvre.

- 51 Le successeur de Jacques Ribs est lui aussi issu du Conseil d'État. Daniel Labetoulle (en fonction comme président de la commission des sanctions de 2006 à 2011) parle lui aussi exclusivement le langage du droit, autour des questions de garanties des droits, de procès équitable, etc.⁵. Toutefois, on constate, au centre du graphique, un cluster associé à la question de l'impartialité des membres de la commission des sanctions, qui fut à un moment mise en doute dans la presse. Légèrement au-dessus, un autre cluster renvoie à la vocation de la sanction, entre prévention et pédagogie. La question de la procédure de sanction est également présente, en cohérence avec les propos de Jacques Ribs, en mettant cette fois l'accent sur le problème du contradictoire. Le cluster situé à gauche du graphique est associé au lexique du déroulement d'une procédure de sanction.
- 52 Les discours de Claude Nocquet, présidente de la Commission des sanctions de 2011 à 2014, se différencient nettement de ses prédécesseurs. Bien qu'issue de la Cour de cassation, elle utilise un lexique bien moins juridique ; elle situe son discours dans l'ordre de la transparence du marché, des dimensions informationnelles, et de l'attention qu'elle accorde à la régulation des informations fournies au marché par les émetteurs. Peut-être faut-il relier cette coloration de son discours au fait que la commission des sanctions qu'elle préside alors doit examiner des affaires contemporaines ou consécutives à la crise financière de 2008. Il peut paraître essentiel, dans ce contexte, de rappeler les valeurs qui justifient la régulation financière et les sanctions qui s'ensuivent.
- 53 Avec Michel Pinault, qui assura la présidence de la commission des sanctions de 2014 à 2016, le discours renoue avec le droit. Le cluster lexical central de la figure met en évidence une discussion sur le rapport entre la procédure de sanction devant l'autorité de régulation et la procédure pénale, donc une discussion juridique autour de la question de la dualité des sanctions. Le cluster à gauche du graphique renvoie au prononcé de la sanction et à son montant monétaire, alors qu'un cluster (en haut) reprend le lexique de ses prédécesseurs membres du Conseil d'État à propos de la fonction de la sanction, entre dissuasion et pédagogie.
- 54 Les discours des dirigeants de l'AMF marquent clairement les positions institutionnelles de leurs auteurs, mais ils ne se réduisent pas à leur simple affirmation. Les discours dans la presse des Présidents de l'AMF sont plus hétérogènes que ne laisserait supposer leur position institutionnelle. Michel Prada verbalise les missions de la nouvelle autorité de régulation dont il fut le premier président, alors que son successeur, Jean-Pierre Jouyet, déplace son discours sur le terrain des enjeux macro-monétaires et financiers internationaux et européens, éludant ainsi la mise en mots des fonctions et du fonctionnement de l'AMF. Le président actuel de l'autorité, Gérard Rameix, tient des discours qui équilibrent les deux aspects précédents : les conditions d'accomplissement des missions et le contexte monétaire et financier.
- 55 Quant aux présidents de la commission des sanctions, ils mettent à disposition du public leur analyse des conditions juridiques et procédurales et de l'ethos de la sanction. À l'exception de Claude Nocquet, tous les présidents de cette commission émettent des

messages qui relèvent du langage du droit. Dans un témoignage récent, Daniel Labetoulle résume ainsi son analyse de la Commission des sanctions :

L'institution s'est affermie et affirmée. Elle a gagné aussi en « visibilité » ; articles de journaux et interviews ont fait mieux connaître son rôle ; le colloque que, depuis 2008, elle organise chaque année doit refuser des inscriptions. Au fil des affaires, elle a mis l'accent, au-delà de l'aspect répressif et dissuasif de la sanction, sur la prévention et la pédagogie qui doivent s'attacher à une fonction de régulation. La rédaction de ses décisions s'efforce de dégager une jurisprudence qu'explicitent les outils documentaires qu'elle élabore et diffuse. Lorsqu'il lui arrive de prononcer une sanction en application d'une règle dont jusque-là la portée était incertaine, elle combine parfois une indulgence dans le quantum de la sanction et l'avertissement que des manquements postérieurs à la clarification de cette règle pourraient être plus sévèrement réprimés. (Labetoulle 2016, p. 354)

- 56 En observant les discours des dirigeants de l'AMF dans la presse, donc d'acteurs investis de la capacité à émettre des « paroles autorisées », on est conduit à considérer que, *in fine*, ces discours qui parlent de l'institution visent à la rendre effective : à l'exception de Jean-Pierre Jouyet, les présidents verbalisent les missions de l'Autorité. Quant aux présidents de la commission des sanctions, ils mettent en mots, à l'attention des acteurs de la finance, les termes dans lesquels les auteurs d'infractions seront traités, du double point de vue des procédures juridiques et de la sanction encourue⁶. Dès lors qu'une forte incertitude prévaut – par exemple en matière de caractérisation des manquements – la communication du régulateur joue le rôle d'un point focal qui servira de référence aux acteurs du marché pour fixer leurs anticipations. Ce phénomène peut être analysé comme un acte perlocutoire (Clévenot *et al.*, 2015) : un énoncé peut modifier les représentations des interlocuteurs en les conduisant à réviser leurs anticipations, dans une logique proche de celle défendue par l'économie des conventions. Cette communication peut permettre à son producteur de faire l'économie d'actes réels en ce sens qu'elle conduirait les agents à modifier d'eux-mêmes leurs comportements et leurs règles d'action, résultat auquel ne saurait prétendre le régulateur à partir de ses seuls outils d'action standards.
- 57 Les registres privilégiés par les différents responsables doivent être reliés à la fois à des éléments intrinsèques (leur personnalité, leur parcours, leurs préoccupations professionnelles antérieures à leur prise de fonction à l'AMF) et à des éléments extrinsèques (la conjoncture financière marquée par la crise ou par l'euphorie, les débats publics qui animent les acteurs de la régulation financière dans le contexte français (par exemple le rapport Deletré sur l'organisation de la régulation financière en juillet 2009), européen (Rapport de La Rosière en février 2009...) ou international (travaux du Forum puis du Conseil de la stabilité financière, conclusions des G8/G7, etc.). La conjoncture juridique est aussi importante. Lorsque le pouvoir de sanction de l'AMF est remis en cause par la jurisprudence des hautes juridictions (CEDH⁷, Conseil constitutionnel⁸) sur le fondement du principe *Non bis in idem* qui peut exclure qu'une même affaire puisse donner lieu à des sanctions administratives et pénales *stricto sensu*, il n'est pas étonnant que l'AMF prenne activement part au débat qui entoure ces contentieux pour défendre sa position, y compris dans la presse.

Conclusion

- 58 Nous avons tenté, dans ce qui précède, de montrer l'intérêt et la valeur heuristique de la théorie des actes perlocutoires pour comprendre la régulation financière par le discours,

qui dépasse largement le cadre classique de la régulation par la sanction. En effet, les paroles du régulateur peuvent peser sur la dynamique des marchés financiers. On peut citer plusieurs exemples. Le régulateur financier peut alerter les investisseurs sur les risques attachés à un produit de placement et, ce faisant, remplir sa mission de protection de l'épargne publique. Le régulateur a aussi pour mission de sanctionner les acteurs et de protéger le marché de ceux qui le menacent. Quand il décide de faire savoir qu'il a prononcé des sanctions contre un professionnel qui a commis un manquement, il alerte les autres professionnels. En rendant public son jugement, le régulateur tend, en connaissance de cause, à ostraciser le professionnel fautif et à dissuader les autres professionnels qui seraient tentés de l'imiter. Lorsque le régulateur veut modifier les pratiques collectives des acteurs du marché, il peut bien sûr réglementer l'activité en question, mais il peut aussi faire précéder ou remplacer sa réglementation par un consensus de place qu'il contribue à créer en initiant une réflexion collective et en orientant les représentations collectives à travers l'expression de son opinion autorisée. Il y a donc des effets réels des discours du régulateur sur le marché régulé.

- 59 Pour conclure, une piste de réflexion peut être ouverte : le rapport entre la régulation par le discours et la régulation par la *soft law*. On peut en effet observer à la place croissante qu'occupe la *soft law* produite par les régulateurs non seulement dans leur pratique décisionnelle mais également dans les règles d'organisation même des entités régulées, plus particulièrement pour celles qui sont soucieuses de leur conformité.
- 60 La conformité, telle qu'abordée par Teller (2015), apparaît comme « une objectivation des fonctions de contrôle et de surveillance. Il suffit de s'assurer que les procédures ont été formellement suivies pour en déduire la validité d'une pratique ». L'accent mis sur les règles internes de contrôle des risques participe d'une recherche d'efficacité et d'effectivité de la régulation basée sur la mise en œuvre d'une logique de régulation procédurale (Black 2013) et se traduit inéluctablement par un renforcement des tendances à la juridicisation du fonctionnement de l'opérateur des marchés financiers au travers de l'intégration des recommandations du régulateur dans ses dispositifs de gestion internes (Pistor 2013, Teller 2015). Or, la communication du régulateur contribue au processus de juridicisation des structures et du fonctionnement des opérateurs – le cadre légal s'imisce dans leurs règles de fonctionnement internes (Power 2013). Il dérive de ce dernier une hybridité des dispositifs internes de gestion des opérateurs de marché qui incorporent, sous l'effet de la pratique décisionnelle et des textes de *soft law*, les règles produites par le régulateur (Edelman *et al.* 1999, Pistor 2013). En définitive, le croisement de l'analyse de l'internalisation des dispositifs juridiques dans les organisations et de celle de la visée perlocutrice de la communication des régulateurs représente un champ de recherche important dans les études de la finance.

Callon M. (1998), « The Embeddness of Economic Markets in Economics », in M. Callon (ed.), *The Laws of the Market*, Oxford-Blackwell, p. 1-57.

BIBLIOGRAPHIE

- Ambroise B. (2014), « Illocutoire ou perlocutoire ? Retour et détours sur une distinction fondatrice », en ligne, <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01091859>
- Armour J., Mayer C. & A. Polo (2010), « Regulatory Sanctions and Reputational Damage in Financial Markets », *Oxford Legal Studies Research Paper*, n° 62/2010.
- Ballot-Léna A. (2004), « Les actes non décisifs de l'AMF. Quand "le droit mou" s'endurcit », in *Le droit mou, une concurrence faite à la loi ?*, B. Thuillier & E. Claudel (dir.), travaux du CEDCACE, <http://www.glose.org/CEDCACE1.pdf>.
- Black J. (2013), « Seeing, Knowing, and Regulating Financial Markets: Moving the Cognitive Framework from the Economic to the Social », *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 24/2013.
- Bourdieu P. (2001), *Langage et pouvoir symbolique*, Paris, Fayard.
- Bouthinon-Dumas H. (2007), *Le Droit des sociétés cotées et le marché boursier*, préf. Ph. Didier, LGDJ.
- Bouthinon-Dumas H. (2010), « La défense de la place financière par le régulateur boursier », in A. Couret & C. Malecki (dir.), *Défis actuels du droit financier*, Paris, Joly Éditions, p. 19-51
- Bouthinon-Dumas H. (2017), « La quête de l'effectivité dans la régulation financière à travers les sanctions dissuasives et la conformité », *Revue internationale des services financiers*, n° 2, p. 23 et suiv.
- Brisset N. (2012), « Deux approches de l'influence du discours économique sur les phénomènes sociaux », *Revue de philosophie économique*, vol. 13, n° 2, p. 25-62.
- Brisset N. (2015), « Performativité des énoncés de la théorie économique : une approche conventionnaliste », *Revue de la Régulation. Capitalisme, institutions, pouvoirs*, n° 17, 1^{er} semestre, p. 1-5 [En ligne], 1^{er} semestre / Spring 2015, mis en ligne le 30 juin 2015, consulté le 10 juin 2016. URL : <http://regulation.revues.org/11071>.
- Brisset N. (2016), « Performativité et autoréalisation : le cas de la finance », *Revue européenne des sciences sociales*, 54-1, p. 37-73.
- Callon M. & F. Muniesa (2005), « Economic Markets as Calculative Collective Devices », *Organization Studies*, vol. 26, n° 8, p. 1229-1250.
- Clévenot M. Desmedt L. & M. Llorca (2015), « Le pouvoir des mots : émission et réception du discours du banquier central », *Économie et Institutions*, n° 22, p. 143-177.
- Chacornac J. (2014), *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz.
- Conac P.-H. (2003), « Commentaire de la loi du 1^{er} août 2003 de sécurité financière », *Revue de droit bancaire et financier*, D banc. fin. comm. 201, p. 299 et suiv.
- Conac, P.-H. (2004), « Publicité et secret en matière de sanction devant les autorités régulatrices indépendantes », in B. Boulloc (dir.), *Autorités de régulation et vie des affaires*, Dalloz, p. 81 et suiv.
- Conseil d'État (2013), *Le Droit souple*, Rapport annuel 2013.

- Conseil d'État (2016), Communiqué. Droit souple. 21 mars 2016. <http://www.conseil-etat.fr/Actualites/Communiqués/Droit-souple>
- Daigre J.-J. (1999), « Une nouvelle source du droit, le communiqué ? À propos d'un communiqué de la COB du 4 mai 1999 », JCP G, 1999, Actualités, p. 1277.
- Daigre J.-J. (2003), « La création de l'Autorité des marchés financiers », *Revue des sociétés*, p. 23 et suiv.
- Decoopman N. (1980), *La Commission des opérations de bourse et le droit des sociétés*, Economica.
- Du Marais B. (2004), *Droit public de la régulation économique*, Dalloz/Presses de Sciences-Po.
- Djama C. (2013), « Fraudes à l'information comptable et financière et contrôle de l'AMF : une étude des réactions du marché financier français », *Revue Française de Gestion*, 2013/2, n° 231, p. 133-157.
- Edelman L.B., Uggen C. & H.S. Erlanger (1999), « The Endogeneity of Legal Regulations: Grievance Procedures as Rational Myth », *American Journal of Sociology*, vol. 105, issue 2, p. 406-454.
- Granier Th. (2004), « Mises en garde de l'Autorité des marchés financiers contre des démarchages irréguliers et l'activité de certaines sociétés », *Bull. Joly Bourse*, p. 551 et suiv.
- Holmes D. R. (2009), « Economy of words », *Cultural Anthropology*, 24 (3), 381-419.
- Karpoff J.M. & Lott J.R. (1993), « The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud », *Journal of Law and Economics*, vol. 36, issue 2, p. 757-780.
- Kirat T. & A. Rezaee (2015), « Do Financial Markets React to Regulatory Sanctions? An Event Study of the French Case », Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2614396> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2614396>
- Kydland F.E. & E.W. Prescott (1977), « Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plan », *Journal of Political Economy*, vol. 85, issue 3, June, p. 473-492.
- Labetoulle D. (2016), « La Commission des sanctions de l'Autorité des marchés financiers : un témoignage », *Droit et Société*, 2016/2, n° 93, p. 337-355.
- Lebaron F. (2006), *Ordre monétaire ou chaos social ? La BCE et la révolution néolibérale*, Éditions du croquant.
- Lebaron F. (2010), *La Crise de la croyance économique*, éditions du croquant, coll. « Dynamiques socio-économiques », 234 p.
- Lenglet M. (2006), « Des paroles aux actes : usages contemporains de la performativité dans le champ financier », *Études de communication*, n° 29, p. 1-10.
- MacKenzie D. & Y. Millo (2003), « Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange », *American Journal of Sociology*, 109, p. 107-145.
- Paclot Y. (2004), « Quelques remarques sur le pouvoir normatif de l'AMF », *Lexbase Hebdo*, janv. 2004, n° 101.
- Pistor K. (2013), « Toward a Legal Theory of Finance », *Journal of Comparative Economics*, 41, 315-330.
- Power M. (2013), « The apparatus of fraud risk », *Accounting, Organizations and Society*, 38, 525-543.
- Searle, J. (1979), *Expression and Meaning: Studies in the Theory of Speech Acts*, Cambridge, Cambridge University Press, 1979.

Teller M. (2015), « Les fonctions de la procédure en droit bancaire et financier », *Revue Internationale de Droit Économique*, n° 4-2015, p. 503-512.

NOTES

1. Le Conseil d'État a rendu deux décisions, l'une sur un communiqué de presse de l'AMF, l'autre sur une prise de position de l'Autorité de la concurrence (21 mars 2016, n°368082 et 390023). Même si le Conseil d'État rejette sur le fond la requête en annulation formée par la société Fairvesta International GmbH, sa décision revêt deux aspects. D'abord, elle confirme sa jurisprudence antérieure, qui consiste à accepter de statuer sur des actes de droit souples dès lors qu'il « s'agit d'avis, de recommandations, de mises en garde et de prises de position qui pourraient ensuite justifier des sanctions de la part des autorités » ; ensuite, et de manière novatrice, « , lorsque l'acte contesté est de nature à produire des effets notables, notamment de nature économique, ou lorsqu'il a pour objet d'influer de manière significative sur les comportements des personnes auxquels il s'adresse » (Conseil d'État, communiqué du 21 mars 2016).
2. Ce qui renvoie à une situation où l'Autorité publique maximise de façon opportuniste son utilité du moment en revenant, si nécessaire, sur les engagements qu'elle avait précédemment pris et qui avaient structuré les anticipations des agents dans la période antérieure. Or, les agents ont pu prendre des décisions irréversibles sur cette base. Ce faisant, ils risquent donc de subir un « dommage ».
3. Désormais, tous les articles cités seront extraits du Code monétaire et financier.
4. La directive 2014/65 UE du 15 mai 2014 sur les marchés d'instruments financiers (MiFID 2 a abrogé la MiFID 1). En outre, le règlement 600/2014 du 15 mai 2014 sur les marchés d'instruments financiers (MiFIR) couvre les aspects de transparence des marchés vis-à-vis du public et modifie le règlement 648/2012 du 4 juillet 2012 sur les produits dérivés négociés de gré à gré (dit règlement « EMIR »).
5. Labetoulle (2016) en offre une présentation exhaustive.
6. À cet égard, il semble que la médiatisation des sanctions, entraînant une perte de réputation sur les marchés financiers, soit un bon correctif de la pratique de sanctions pécuniaires somme toute assez modérées. Sur le cas français : Djama (2013) ainsi que Kirat & Rezaee (2015). Sur le cas américain : Karpoff & Lott (1993) ; sur le cas britannique : Armour, Mayer & Polo (2010).
7. CEDH, arrêt du 4 mars 2014, Grande Stevens et autres c. Italie.
8. Décisions du Conseil constitutionnel n°2014-453/454 et n°2015-462 du 18 mars 2015 *EADS et Oberthur*.

RÉSUMÉS

L'analyse de discours a longtemps été développée exclusivement dans le cadre des études linguistiques et sociolinguistiques, avant de devenir un objet de recherche pour la sociologie puis pour la recherche économique. Si l'analyse économique de la communication des banques centrales a gagné en importance, celle des autorités de régulation est encore peu développée. L'article explore la communication et les discours concernant l'Autorité des marchés financiers

(AMF) et cherche à montrer à quelles conditions les discours de l'AMF peuvent produire un effet réel sur les marchés, en s'inspirant de la théorie des actes de langages. Il analyse d'abord comment la presse produit de l'information sur l'action de l'AMF au regard des missions et prérogatives fixées par le législateur. Il étudie aussi, *via* une méthode lexicométrique, les discours tenus dans la presse par les responsables de l'AMF.

Discourse analysis has long been exclusively in the hands of linguistic and sociolinguistic, before being sociological research objects and entering the economic research. Although the economics of central bank communication has gained importance, the regulatory authorities are mainly shrugged off. Based on the theory of acts of language, the article explores the communication and official's speech of the French financial regulation authority's (AMF). Given the legal duties of the regulator regarding its communication to the public, this article analyzes first, how the press produces information on the action of the AMF. It also studies via a lexicometric method, speeches released in the press by the AMF officials.

INDEX

Mots-clés : économie des mots, analyse de discours, régulation, marché financier

Keywords : economy of words, discourse analysis, regulation, financial market

Code JEL G28 - Government Policy and Regulation, K42 - Illegal Behavior and the Enforcement of Law

AUTEURS

THIERRY KIRAT

Université Paris-Dauphine, PSL Research University, CNRS UMR 7170, IRISSE, Paris, France

FRÉDÉRIC MARTY

Université Côte d'Azur, CNRS UMR 7321, GREDEG, Valbonne, France

HUGUES BOUTHINON-DUMAS

ESSEC Business School, Centre Européen de Droit et d'Économie, Cergy-Pontoise, France

AMIR REZAEI

ISG Business School, Paris, France