

Le rôle des juristes de la Law and Economics dans l'élaboration de la nouvelle norme d'investissement. Politique et Finance aux États-unis 1960-1970

sabine.montagne@dauphine.fr

Communication au Colloque Théorie de la Régulation- 10-12 Juin 2015

Résumé

Pourquoi et comment un certain nombre de juristes américains ont-ils intégré la théorie financière dans la doctrine juridique et contribué ainsi à transformer les pratiques financières à partir des années 1970 ? Le travail exploratoire ici présenté vise à tester quelques hypothèses quant aux conditions dans lesquelles ces juristes ont opéré une sélection des principes théoriques, les ont accommodés aux préoccupations politiques du moment et les ont rendus opératoires en droit, contribuant ainsi à donner un sens pratique à la théorie.

C'est d'abord au niveau institutionnel universitaire que la coopération avec les économistes a été entreprise par le mouvement de la Law & Economics de Chicago. Au-delà de cette promotion initiale, les juristes comme les économistes ont conservé une place permanente dans la division du travail financier, en tant que consultant et expert juridique aptes à délimiter les frontières du « bon » investissement. Enfin, outre leur rôle de savants (universitaires) et d'entrepreneurs d'affaires (conseillers juridiques), ils ont également joué le rôle de conseillers des réformes politiques. Cette multipositionnalité a contribué à la réussite intellectuelle comme opérationnelle de leurs projets.

Introduction

Les transformations de la finance, depuis les années 1970, ont été souvent menées au nom de la théorie financière, développée dans les universités à partir des années 1960. Les concepts théoriques tels que l'efficacité des marchés, la diversification des risques, la théorie moderne de portefeuille, ont envahi l'espace des représentations des universitaires comme des professionnels financiers au point de devenir la référence discursive légitime, au début des années 1990. Au plan juridique, cette théorie a été mobilisée pour réformer le cadre d'exercice des activités financières, notamment en remettant en cause les lois financières issues du *New Deal*.

Cette autorité de la science ne s'est cependant pas imposée rapidement et a dû elle-même se construire dans le champ académique (Jovanovic, 2009, Walter, 2005) et en interaction avec le monde des praticiens financiers (Bernstein, 1995, Merhling, 2005). Si le processus d'élaboration théorique conjointe des économistes financiers et des praticiens d'affaire a été relativement documenté, il reste à examiner le rôle analogue joué par les acteurs juridiques.

À partir du cas des réformes touchant un secteur de la finance, celui de la gestion pour compte de tiers, cet article propose quelques hypothèses sur le contexte et les modalités du soutien accordé par un certain nombre d'acteurs juridiques à la diffusion de cette théorie. Il constitue un exemple pour travailler la question de l'introduction de « nouveautés » dans le droit.

Ma première hypothèse consiste à dire que, plus qu'un soutien *a posteriori* d'une théorie déjà constituée, ces acteurs ont fait un travail de sélection des principes théoriques, les ont accommodés aux préoccupations politiques du moment et les ont rendus opératoires en droit. À

ce titre, ils ont « défini » la théorie financière effectivement mise en pratique par les financiers.

Aussi, si la paternité de la théorie financière est généralement attribuée aux économistes de Chicago et de quelques autres centres universitaires prestigieux (Théret, 2010), la *coopération universitaire* avec les juristes mérite d'être étudiée. Je propose de considérer d'abord le contexte institutionnel dans lequel les juristes ont participé à cette entreprise de définition. C'est au sein du mouvement de la *Law & Economics* de Chicago qu'ils ont « intégré » la théorie financière dans la doctrine juridique et activement participé au travail d'interprétation jurisprudentielle qui, d'une part, a suivi la promulgation de la loi ERISA sur les fonds de pension en 1974 et, d'autre part, a développé diverses remises en cause des lois financières du *New Deal*, dès le début des années 1970.

Ma deuxième hypothèse est que la contribution juridique ne s'arrête pas à une définition savante, à partir de l'université, mais qu'elle irrigue en continu les pratiques financières. En effet, au-delà du travail de promotion initiale, les juristes comme les économistes ont conservé une place permanente dans la division du travail financier, en tant que consultant et expert juridique. Cette position a déjà été analysé pour les économistes : parce que le nouveau savoir d'investissement est un savoir théorique qui s'acquiert à l'université, les universitaires maintiennent leur influence continue sur le monde des praticiens des affaires. La nouvelle théorie financière est en effet un discours théorique abstrait et, par conséquent, distant du monde des praticiens (Withley, 1986). Elle institue un nouvel agencement entre académie et monde des praticiens qualifié d'écologie liée par Fourcade et Khurana (2008). Ces auteurs montrent comment les *business schools* qui enseignent la science économique de Chicago, à partir des années 1960, institutionnalisent l'économie financière comme savoir pertinent pour le monde des affaires, imposent une démarche théorique inductive qui rompt avec l'enseignement antérieur fondé sur l'étude de cas et limitent ainsi l'accès des praticiens à l'enseignement tout en alimentant le monde des affaires en cerveaux formatés.

De manière analogue, il conviendra ici d'étudier l'influence continue des juristes. Cette influence a été entretenue par le fait que de nouvelles manières d'utiliser le droit, à partir des années 1970, leur permettaient d'intervenir à divers titres. En amont, par leurs articles de doctrine ultérieurement cités par les tribunaux et en aval, par leur activité de conseil juridique au sein de firmes spécialisées puis d'expertise judiciaire lors des procès, ils réinterprètent en continu les normes financières.

Cette *participation* des juristes à la *vie quotidienne des affaires* (Dezalay, 1993, Suchman), conduit, dans le cas de l'activité financière, à une troisième hypothèse. La *multipositionnalité* que leur confèrent leurs rôles simultanés de savants (universitaires), d'hommes d'affaires (conseillers juridiques) et d'hommes politiques (conseillers des réformes politiques) contribue à la réussite intellectuelle comme opérationnelle de leurs projets.

Cette analyse en cours s'appuie sur : 1) la littérature sur l'émergence et la diffusion de la théorie financière et la *Law & Economics* en rapport avec leur ancrage institutionnel, 2) l'analyse des arguments des articles académiques juridiques ayant promu la nouvelle théorie financière, 3) l'analyse des positions institutionnelles et des trajectoires professionnelles de leurs auteurs.

1. Le « style de Chicago »

La consubstantialité économique et juridique de l'Ecole de Chicago est visible dès l'origine avec les premiers travaux de l'économiste Hayek à son installation dans le département de droit de l'université, en 1947 (Mirowski, 2009). Ces travaux sont consacrés à la recherche du cadre juridique adapté à un système concurrentiel efficace. L'enseignement de l'analyse

économique est alors immédiatement mis en place par l'économiste Aaron Director qui crée le programme *Law and Economics* repris, en 1964, par Ronald Coase (prix Nobel d'économie). Coase possède une double formation en droit et économie comme son homologue à Yale, Calabresi. Ce sont ensuite des professeurs de droit, Dam, Kitch puis Posner, tous imprégnés des raisonnements de la théorie économique néoclassique, qui prendront en charge le département de droit.

Si les effets de l'imbrication entre économistes et juristes de Chicago sont bien connus dans les domaines de prédilection de cette école (antitrust, organisation industrielle, droits de propriété et brevets), ils existent également en économie financière. Deux axes de coopération sont repérables. Il s'agit, d'une part, de mettre en place un argumentaire pour détruire la réglementation bancaire et financière issue du *New Deal* : Fisher Black et Merton Miller (économistes) et Richard Posner (juriste) cosignent un article en 1978 dans le *Journal of Business*, de l'université de Chicago. Il s'agit, d'autre part, de produire un discours juridique qui incite les praticiens de la gestion pour compte de tiers à adopter un nouveau processus de sélection d'investissement.

Outre le département de droit, l'école de commerce, la *Chicago's Business School* (GBS) est la plaque tournante de cet univers où se succèdent la première génération de financiers qui crée l'économie financière dans les années 1960 (Lorie, Merton Miller, Fama, Fisher Black et Myron Scholes) puis la seconde autour de la finance comportementale dans les années 1990 (Thaler, Vishny). Bien que contestant les hypothèses fondamentales de l'économie *mainstream* (la rationalité des agents), cette seconde génération n'adopte des stratégies de différenciation que pour mieux faire valoir ses contributions originales et finalement s'inscrire dans la continuité du cadre standard (Schinkus, 2009).

Dans le même temps, à la *Law School* se côtoient d'abord Director, Hayek puis Coase (recruté en XX), Demsetz (économiste recruté en 1963 pour enseigner à la *Law School* et au GSB, pionnier avec Alchian de la théorie des droits de propriété), Posner (juriste recruté en 1969, devenu chef de file de la *Law and Economics*) et Landes (étudiant de Becker en économie à Columbia, coauteur avec Posner sur le fonctionnement judiciaire, recruté en 1973). Suivent également Epstein (juriste dont la virulence néolibérale l'entraîne vers des prises de position controversées notamment sur le droit antidiscrimination et le système de santé, recruté en 1972), Easterbrook (juriste, plus jeune juge fédéral, nommé par Reagan en 1984, et recruté à Chicago en 1979) et Fischel (recruté en 1984, fervent réformateur de la réglementation financière et du droit des sociétés, instigateur d'une lecture actionnariale de la firme et d'une conception contractuelle des relations fiduciaires, coauteur de Easterbrook).

La concentration de ces individus à Chicago et dans quelques autres centres universitaires a permis la création d'un style de recherche qui a joué un rôle dans la force de conviction de la théorie financière. La mise en scène de débats houleux et agressifs, lors des workshops, a contribué à créer l'image d'une forte exigence intellectuelle et du sérieux des personnes (Emmett, 2007) quand bien même la tendance à ne pas citer leurs détracteurs (Jovanovic, 2007) ne répondait pas aux canons académiques de la preuve. La véhémence des propos, les positions radicales adoptées, les luttes internes et conflits de personnes (qui se succèdent depuis le conflit fondateur entre Director et Levi, puis entre Coase et Posner, entre Stigler et Posner) (Overveldt, 2007) dans un univers quasi exclusivement masculin (Merhling 2005) ont alimenté un espace médiatique virulent, matérialisé par des revues académiques propres. *The Journal of Law & Economics*, est ainsi créé en 1958, suivi du *The Journal of Legal Studies*, créé par Posner en 1972. Leur ligne éditoriale a été relayée par les revues des autres universités. Ainsi le dossier édité par la *Virginia Law Review* en 1984 à l'occasion du cinquantenaire de la réglementation financière fédérale ouvre largement ses colonnes aux propositions de révision réglementaire développées par les tenants de la nouvelle théorie

financière et témoigne de la pénétration de celle-ci dans les raisonnements juridiques. La contestation de la réglementation et des institutions chargées de l'appliquer (principalement la Security Exchange Commission) y est argumentée au nom de l'un des principes de la théorie, l'efficacité des marchés.

À cette génération qui privilégie la virulence et se conçoit comme lanceuse de bombes (terme d'Easterbrook lui-même), succède un style plus feutré dont Cass Sunstein est l'emblème. Celui-ci rejoint la *law school* en 1981 et marque une inflexion intellectuelle. Sunstein occupe une position, dans le champ académique du droit, homologue à celle de Thaler, ami et coauteur, dans le champ académique économique. Il attaque en effet les thèses les plus fortes de ses prédécesseurs (libre entreprise, rationalité et préférences *ex ante* des agents) et s'oppose en particulier à Epstein. Il considère que les marchés libres peuvent produire beaucoup d'injustice et limiter la liberté (1997) et adopte une conception du droit informée par la posture de l'économie comportementale : le droit doit contribuer à conformer les préférences des agents et se préoccuper d'une distribution équitable des revenus et ressources.

2. L'offensive des juristes : une doctrine économiquement rémunératrice

Si la consubstantialité économique et juridique de l'École de Chicago est inscrite dès l'origine dans le programme de cette recherche collective, la contribution juridique à l'élaboration de nouvelles représentations de gestion financière date des années 1970, dans le prolongement de la promulgation de ERISA. Les premiers articles académiques juridiques qui visent à intégrer la théorie financière dans la doctrine de la prudence d'investissement sont publiés dès 1970 avec l'article signé collectivement dans la *Harvard Law Review*. En 1976, R. Posner, chef de file de la *Law & Economics* de Chicago et J. Langbein, spécialiste du droit des fonds de pension et des trusts et lui-même professeur de droit à Chicago, cosignent un article dans *l'American Bar Foundation Research Journal*. La même année, H. Bines, avocat en droit financier, publie dans la *Columbia Law Review*. Reprenant les travaux des économistes qui attestent de la médiocrité des performances financières obtenues avec les pratiques traditionnelles d'investissement, ces juristes mettent en cause l'expertise des gestionnaires financiers, dénoncent leur incompétence en matière de théorie financière et concluent à leur incapacité à l'implémenter correctement.

Ce diagnostic va au-delà du constat d'une obsolescence des cadres de pensée des praticiens et de la nécessité de réformer les esprits. Il pose le principe de l'impossibilité que ces esprits puissent conduire par eux-mêmes le processus d'investissement de la nouvelle théorie. Dès lors, ces juristes peuvent privilégier un type de recommandations : ils suggèrent aux trustees et à leurs gestionnaires de ne plus mener *seuls* le processus d'investissement et d'investir exclusivement dans des fonds de placement, monétaires ou indexés, fabriqués par de « véritables » professionnels compétents. Cette lecture sélective de la théorie financière conforte donc l'offre de consultance de leurs collègues économistes universitaires qui fabriquent ces fonds au même moment.

Cette incitation au changement sert également leur propre intérêt de consultance juridique puisque ces juristes professeurs de droit sont aussi des entrepreneurs : conseillers juridiques des firmes financières ou industrielles et experts auprès des tribunaux pour le compte de ces mêmes clients. Historiquement, cette activité de consultance s'est développée à propos de la réglementation antitrust, thème privilégié des juristes-économistes néoclassiques de Chicago. Posner et Landes fondent ainsi une société de conseil juridique spécialisée dans l'analyse économique de la jurisprudence antitrust, Lexecon, en 1977, rachetée en 2008 par le groupe Compass. Agissant en tant que conseillers juridiques, ils mettent au service des grandes entreprises l'analyse combinée des doctrines et des données jurisprudentielles afin de leur

faire gagner des batailles juridiques. La consultance en matière financière se développe de la même manière.

Ainsi, Fischel, professeur de droit à Chicago devenu président de Lexecon en, a été également conseiller de la banque Drexel Burnham Lambert, spécialiste de l'émission de junk bonds, titres financiers à la base de la faillite du secteur des caisses d'épargne (*savings and loans*) à la fin des années 1980. Profondément convaincu de la justesse de la déréglementation financière, il continue à défendre publiquement Michael Milken, l'un des gérants de la banque condamné à la prison, dans un livre publié en 1995.

Particulièrement emblématique de la multipositionnalité des juristes *Law & Economics*, Fischel est à la fois professeur de droit, auteur d'articles académiques de référence qui introduisent la théorie financière dans le droit financier, et conseiller d'une longue liste d'institutions publiques et privées de la finance : le New York Stock Exchange, la National Association of Securities Dealers, le Chicago Board of Trade, la Federal Trade Commission, le Department of Labor, la SEC, mais aussi la Canadian Securities and Exchange Commission, le United States Department of Justice, la Federal Deposit Insurance Corporation, et l'Office of Thrift Supervision. Son influence s'exerce aussi sur les tribunaux par le biais des citations de ses articles académiques. Il intervient également comme expert pour le compte des parties, aussi bien auprès des tribunaux que dans les cours d'arbitrage, dans les domaines du droit financier, droit des sociétés, réglementation des marchés financiers. Ces témoignages en tant que témoin expert (*expert witness*) pour le compte de Charles Keating (banquier ayant mené à la ruine ses clients retraités en leur faisant acheter des junk bonds et suborneur du futur candidat présidentiel McCain afin d'obtenir un traitement réglementaire complaisant puis d'échapper à une enquête de l'autorité de régulation), Michael Milken (Drexel Lambert), Jeffrey Skilling et Ken Lay (directeurs de Enron) n'ont pas permis de disculper les accusés (qui sont tous allés en prison) mais lui ont permis de s'enrichir dans des proportions comparables à celles de ses clients.

Ces activités de consultance confèrent donc à ces juristes universitaires la position d'agents opérationnels du monde des affaires. Bien plus que des intellectuels engagés dans la pratique, dont le rôle serait de diffuser la bonne parole (en l'espèce, les vertus de la déréglementation financière et d'un processus supposé « rationnel » de prise de décision d'investissement), ces juristes sont intrinsèquement partie des structures de la finance de manière analogue à leurs collègues économistes qui agissent aussi bien comme théoriciens savants qu'entrepreneurs de firmes financières.

3. Une doctrine politiquement intéressante et académiquement déterminée

Ce profil d'affairiste se double d'un profil apparemment contraire, celui du professeur de droit devenu magistrat dont Posner et Easterbrook sont les figures emblématiques. Passés par des fonctions d'administration de la justice, au début de leur carrière, ils deviennent professeurs de droit à la law school de Chicago, respectivement en 1969 et 1979, puis sont nommés juges à la cour d'appel fédérale du 7^{ième} circuit, par R. Reagan, au début des années 1980. En tant que juges, ils diffusent des argumentaires judiciaires puisant explicitement dans les principes d'autorégulation des marchés (efficacité des marchés) tout en co-publiant des articles académiques avec leurs collègues affairistes. Easterbrook et Fischel publient ainsi plusieurs livres et articles dont, en particulier, un article qui s'oppose à la protection traditionnelle des épargnants des trusts et défend, au contraire, une conception strictement contractuelle des relations entre épargnants et intermédiaires financiers. Si ces conceptions se diffusent

progressivement chez les juges des autres juridictions, les positions de Posner et Easterbrook restent toutefois plus radicales¹.

Ce statut de savant intéressé au monde des affaires ne concerne pas seulement le noyau dur de la *Law and Economics* initiale. Sunstein qui en constitue la version démocrate ultérieure entretient des liens avec le monde des affaires qui n'en sont pas moins serrés que ceux de ses prédécesseurs. Certains de ses articles académiques ont été financés par des entreprises et expressément commandités par celles-ci afin de pouvoir être versés à leur dossier judiciaire dans le cas éventuel de poursuites en justice (Barday 2008).

Si au plan économique, l'adhésion de ces juristes à la théorie financière leur permet de faire des affaires, elle participe aussi des stratégies politico-académiques plus générales, propres à la *Law & Economics*, elles-mêmes caractéristiques des économistes néoclassiques de Chicago. Partant d'une stratégie orientée d'emblée vers le monde des affaires, économistes et juristes de l'Ecole de Chicago ont bâti leur succès académique grâce à des stratégies de communication avec les médias et des stratégies d'alliance avec la frange politique néoconservatrice (Dezalay, 1998), grâce à leur fonctionnement en réseau (Mirowski et Plehwe 2009) alliant utopisme et accumulation de capital social et symbolique (Denord, 2002).

On sait combien ces efforts ont été couronnés de succès au plan politique, avec l'arrivée de Reagan au gouvernement. Les pouvoirs de réglementation et de sanction de la SEC sont réduits par les restrictions budgétaires imposées par le gouvernement (Eisner, Shapiro,). L'obligation faite à toute nouvelle réglementation de satisfaire à un bilan prospectif coût/bénéfice positif paralyse toute nouvelle initiative réglementaire. Reagan modifie également radicalement le paysage de la justice. Il sélectionne quatre nouveaux membres de la Cour Suprême, entre 1981 et 1988, et est le premier président à sélectionner systématiquement les juges des tribunaux inférieurs à partir de leurs positions idéologiques (Tamanaha, 2010). Il renouvelle ainsi 47% des juges dans les tribunaux fédéraux de district et d'appel (Duxbury 1995).

La seconde génération rassemblée autour de la *Behavioral Law and Economics* poursuit cette tradition dans les années 1990. En tant que juriste constitutionnaliste, Cass Sunstein est un habitué des cercles politiques. Son accession, en 2009, à la tête de l'OIRA (*Office of Information and Regulatory Affairs*) en fait le responsable de la supervision des réformes réglementaires d'Obama et témoigne d'un positionnement politique plus exécutif. On peut aussi y lire un glissement politique de cette tradition de pensée, originellement

¹ L'analyse des ressorts de la propagation de la *Law & Economics* auprès des juges dépasse l'objet de cet article. Mentionnons que la pénétration effective de la pensée de Chicago dans les tribunaux et la domination du discours économique sur le raisonnement des juges sont des sujets de controverse. À propos du domaine antitrust, voir Lopatka et Page (2004) qui relativisent l'influence des experts sur les tribunaux mais reconnaissent la conversion de la Cour Suprême aux idées de Chicago. Une abondante littérature juridique existe sur les relations plus générales entre l'université et le monde judiciaire (cf. le dossier consacré par la *Pennsylvania Law Review* en 2002). L'influence de l'une sur l'autre, mesurée par les citations des articles académiques faites par les juges, ne semble pas probante. Cependant, la pénétration peut ne pas se manifester par des citations directes : Duxbury (1995) fait état du prosélytisme des juristes de Chicago qui organisent des stages de formation pour les juges, dès les années 1970. En matière de pénétration de la théorie financière, les décisions des juges et des législateurs des Etats privilégient progressivement l'objectif d'efficacité du marché même lorsqu'il pénalise des investisseurs individuels (Stout 1988, 1995). Des travaux en cours visent à quantifier la vitesse de cette propagation (Lépinay, 2010). Ma propre analyse de la jurisprudence d'ERISA (Montagne, 2005, 2012) conclut à une adoption par les juges largement forcée par le gouvernement. Il convient également de prendre en compte les rapports d'experts et argumentaires apportés par les avocats des parties au litige : les grandes firmes de droit des affaires (Law Firms), marchandes de droit et faiseuses d'opinions juridiques (Dezalay, 1993), n'invoquent les principes de la théorie financière que dans la mesure où ils peuvent desservir les intérêts de leurs clients, les grandes entreprises administratrices de fonds d'épargne en tant qu'employeurs.

néoconservatrice, associée à la Société du Mont Pèlerin et aux *think tanks* les plus hostiles au compromis keynésien et fordien (Volker Fund, Olin Fondation, Hoover Institution). La diffusion au camp démocrate semble en cours puisque même Posner a changé de discours avec la crise financière de 2007 mais inversement, Thaler, ami de Sunstein et d'Obama est devenu conseiller du premier ministre britannique conservateur, Cameron.

Ces économistes et juristes rencontrent donc simultanément des succès commerciaux (en tant qu'entrepreneurs de firmes de consultance et d'expertise), politiques (en tant que conseillers du prince, magistrats et autres positions de la justice d'Etat) et académiques (dans la mesure où leur théorie est devenue hégémonique). Ces succès sont interdépendants : l'interaction avec les praticiens financiers et le soutien politique de Reagan ont contribué à la reconnaissance académique des premiers promoteurs de la théorie financière. Les positions prises après la crise financière de 2007 suggèrent que le soutien d'Obama à la *Behavioral Economics* pourrait, de la même manière, étayer la prétention (Lordon, 2009) de cette école de pensée à succéder à la pensée économique *mainstream* dans le monde académique.

Plus paradoxalement, on peut faire l'hypothèse, à la suite des travaux de Dezalay, que l'extraversion caractéristique de la *Law & Economics* vers le monde financier et le monde politique a servi son autonomisation par rapport au monde des praticiens. Aux Etats-Unis, le monde académique a été traditionnellement dominé par les praticiens. Ceux-ci étaient particulièrement puissants dans les *business schools* et dans les *law schools* : ils assuraient l'enseignement, conçu lui-même comme base de la pratique. Des efforts d'académisation des formations commerciale et juridique furent entrepris dès le début du 20^{ème} siècle, notamment sous l'inspiration du modèle universitaire allemand. En droit, la création du poste de professeur à temps plein, à la fin du 19^{ème} siècle (Hupper,) puis la conception de l'expert en ingénierie sociale de l'entre deux guerres, propre au *legal realism*, (Duxbury) et l'interdisciplinarité des années 1960 sont autant d'étapes vers une professionnalisation des juristes universitaires (Waxman).

Replacer les juristes de la *Law and Economics* dans les transformations de leur champ professionnel permet donc de faire l'hypothèse que leur adoption de la théorie financière, au-delà du choix cognitif délibéré et des préférences idéologiques d'une fraction du groupe professionnel, participe d'un mouvement de professionnalisation déjà engagé antérieurement.

4. Une doctrine appropriée à une vision économique et politique

Les juristes qui ont adopté la nouvelle théorie financière souhaitaient réformer essentiellement les comportements des fonds de pension et autres trusts gérant l'épargne des classes moyennes. Leur offensive visait ces investisseurs qui, à cause de leur faible compétence alléguée, devraient s'en remettre à des professionnels spécialisés et des produits financiers préfabriqués. En revanche, ces juristes reconnaissaient que d'autres types d'investisseurs beaucoup plus expérimentés pouvaient continuer à sélectionner individuellement les titres financiers après en avoir évalué les mérites (Langbein, Posner 1976). De fait, les gros investisseurs spéculatifs comme les hedge funds ou les fondations d'université telles celles de Yale (Swensen 2000) ou Harvard n'étaient pas concernées par ces recommandations.

Cette politique de « deux poids, deux mesures » visait à mettre au pas les gérants de l'épargne des salariés sans entamer l'autonomie des autres financiers, ceux qui gèrent les fortunes personnelles et familiales ou les fondations privées et universitaires. Ce faisant, les juristes de la *Law and Economics* des années 1970-80 reprenaient la distinction historique entre le trust dynastique autorisé à une plus grande liberté d'investissement et le trust consacré à l'épargne des classes moyennes, plus encadré réglementairement (Friedman 1964). Ainsi, bien que

réformateurs insérés dans le dogme néoclassique de la rationalité et de la liberté individuelles, ils s'inscrivaient dans une tradition juridique soucieuse d'ordre public et interventionniste à l'égard des classes moyennes.

Cette posture, ambiguë au vu de la théorie néoclassique, est, deux décennies plus tard, explicitement revendiquée par la seconde génération des économistes et juristes dits « comportementaux » qui succède à la première génération orthodoxe des années 1960-70. Partant des multiples constats empiriques qui établissent que les individus prennent souvent des décisions économiques irrationnelles, ces universitaires prônent une intervention réglementaire et réhabilitent l'idée d'un droit paternaliste. Le terme renvoie historiquement à la nécessité politique de protéger les mineurs de toute espèce (femmes, jeunes gens, déficients mentaux) puis les personnes placées dans des situations économiques dangereuses pour elles-mêmes comme pour leur entourage et la société plus largement (législation du travail) et enfin à la protection du consommateur. L'introduction de l'économie comportementale dans *la Law and Economics* (Jolls al, 1998), à la fin des années 1990, apporte de nouvelles fondations à cette conception du droit. Ce paternalisme juridique est volontiers asymétrique : les réglementations ne doivent s'appliquer qu'aux individus qui se comportent irrationnellement sans pénaliser les autres (Camerer al. 2003).

Il s'agit d'une nouvelle vision politique synthétisée dans l'oxymore « paternalisme libertarien » construit par Thaler et Sunstein en 2002 et popularisé par le succès de leur livre « *Nudge-Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* » en 2009. Ils y justifient l'action de l'Etat et d'institutions privées qui doivent canaliser les décisions individuelles et orienter les individus dans une direction qui promeut leur bien-être mais qu'ils ne sont pas capables de concevoir par eux-mêmes. Cette vision ne remet pas en cause la liberté de choix laissée à chaque individu (pensée libertarienne). Mais elle propose d'agir réglementairement sur le contexte de prise de décision de manière à influencer le choix des individus (paternalisme).

Présenté comme une troisième voie, entre le dogme friedmanien du tout marché et l'intervention étatique keynésienne, le paternalisme libertarien propose un Etat incitateur qui « pousse du coude » (nudge) les citoyens et les oriente dans la direction souhaitée par les experts et les politiques, devenus des « architectes du choix ». Cette thèse, établie avant la crise financière et économique, vient soutenir l'agenda d'Obama en matière de réforme du système de protection sociale.

L'enjeu est d'introduire une nouvelle réglementation permettant aux firmes financières de proposer des conseils d'investissement aux individus épargnants. Avec de telles propositions, ces économistes et juristes alimentent leur propre activité marchande. Car, s'ils sont à la fois universitaires et experts en politique publique, ils occupent également une troisième position dans le champ financier : ils sont des entrepreneurs de firmes financières, des conseillers de firmes de *mutual funds*, parfois membres de conseil d'administration ou de groupes de travail de ces firmes soit à titre personnel soit au titre de leur centre de recherche. Leurs visées savantes et politiques sont aussi commerciales. Comme les universitaires de la génération précédente étaient fabricants d'indices ou de fonds indiciels dans les années 1960, les membres de la nouvelle génération proposent des logiciels de planification financière et différents types de conseils auprès d'investisseurs institutionnels. Leur implication opérationnelle est comparable à celle de leurs illustres prédécesseurs *mainstream*, à la fois théoriciens de la finance, instigateurs des politiques publiques et fondateurs de firmes d'investissement.

Ainsi, Robert Thaler est administrateur de la société de gestion de fonds Fuller and Thaler Asset Management mais ne le mentionne pas dans son CV universitaire. Certains des produits de cette société sont distribués par la banque JP Morgan, d'autres s'adressent aux investisseurs institutionnels. Shlomo Benartzi, coauteur avec Thaler du programme « Save

more Tomorrow » destiné à inciter les individus à plus épargner en vue de leur retraite, est également co-fondateur du [*Behavioral Finance Forum*](#), sponsorisé par la Rand Corporation et qui rassemble universitaires et institutions financiers dans le monde, dans le but « d'aider les consommateurs à faire de meilleurs choix d'investissement ». Outre sa position universitaire, il est membre des comités de conseil (*Advisory Board*) du fonds de pension de l'Etat d'Alaska, des sociétés Fuller and Thaler Asset Management, de Guggenheim Partners, de la société d'indices boursiers Morningstar et du Ministère du Travail.

Conclusion

Ce travail exploratoire visait à montrer l'intérêt de poursuivre une étude empirique sur les conditions de ralliement des juristes à la théorie financière, tant à ses débuts que dans ses évolutions ultérieures.