

RAPPORT ANNUEL 2015

Droit et Croissance

c/o Institut Louis Bachelier - Palais Brongniart
28 place de la Bourse - 75002 Paris



I. INTRODUCTION

Depuis le début de l'année 2015, les publications toujours plus nombreuses d'articles issus de D&C dans des revues académiques de référence ainsi que dans des quotidiens et hebdomadaires juridiques et économiques témoignent de la vivacité de notre réflexion et de la plus grande sensibilité à nos idées du public profane comme du public averti. Nos thèses ont une influence grandissante sur le débat d'idées et ont, avec le temps, un impact auprès des pouvoirs publics, en témoigne le volet procédure collective de la loi Macron.

D&C a également été à l'origine de plusieurs manifestations, détaillées ci-après, ayant permis de rassembler les acteurs du droit, de l'économie et de la finance autour de thématiques communes.

Pour l'année 2016, nos objectifs sont :

Capitaliser sur nos points forts – D&C doit continuer à être force de proposition dans les domaines où ses chercheurs ont une valeur ajoutée particulière. A cet égard, nous restons donc mobilisés sur les problématiques liées au droit des faillites, toujours d'actualité compte-tenu de l'intérêt porté par les institutions de l'Union européenne au développement des marchés obligataires en Europe et au renforcement de l'efficacité de l'Union bancaire.

La Commission européenne reconnaît d'ores et déjà l'intérêt des travaux de Droit & Croissance dans ces domaines puisque D&C, par l'intermédiaire de Sophie Vermeille, interviendra lors de la conférence qu'elle organise à Bruxelles le 12 juillet prochain en vue de la réforme prochaine du droit européen des entreprises en difficulté.

Ouverture sur de nouveaux domaines – Forts de nos succès en matière de droit des faillites et en droit financier, nous envisageons d'explorer d'autres domaines de recherche avec l'ambition de produire des articles apportant une véritable plus-value par rapport à la recherche existante. Cette phase d'ouverture, amorcée par la publication du premier article de notre équipe de recherche en droit de la concurrence, est un défi de taille que nous sommes heureux de relever.

Seconde phase de Droit & Croissance – La publication de la note rédigée par Mathieu Kohman, Mathieu Luinaud et Sophie Vermeille, avec le soutien de la Fondapol (la Fondation pour l'Innovation Politique), marque à cet égard un tournant pour D&C : nous passons cette fois résolument à une nouvelle étape de notre développement.

Au-delà des sujets techniques que nous allons continuer à développer (faillites, gouvernance d'entreprise, retrait de cote etc.), nous pensons être désormais légitimes pour nous exprimer sur des sujets plus généraux qui touchent aux institutions françaises, responsables selon nous du retard de la recherche française sur ces questions du croisement du droit et de l'économie. Cette première publication, qui a fait l'objet d'un article dans la presse (l'édition du Monde du 11 mars), revient sur les raisons du retard des sciences juridiques françaises et ses conséquences pour notre économie.

D'autres publications sont attendues cette année, dans le prolongement de cette première note, en particulier sur les limites des études d'impact en France et sur la nécessaire réforme de la formation des élites françaises chargées de rédiger les textes de loi.

Organiser une grande conférence internationale – D&C organisera, au dernier trimestre de l'année 2016, une conférence internationale portant sur les développements récents du droit des faillites et des mécanismes de restructuration en Europe, en étudiant notamment leurs impacts économiques et financiers. Cette conférence rassemblera des intervenants de premier plan, reconnus internationalement pour leur expertise sur le sujet et exerçant leur activité dans différents pays, au sein d'institutions internationales, de sociétés privées, d'instituts de recherche ou de la sphère publique. Plus de détails seront donnés très prochainement.

Pérenniser le développement de Droit & Croissance – Institut de recherche indépendant, D&C doit assurer son autonomie et son développement et, pour ce faire, assumer des frais de gestion réduits au minimum (ses dirigeants ne sont pas rémunérés) et rétribuer les chercheurs à qui est confiée la production des documents rédigés.

II. PUBLICATIONS

Depuis le début de l'année 2015, D&C a publié plus d'une quinzaine d'articles dans plusieurs revues de référence (Revue Trimestrielle de Droit Financier, Recueil Dalloz, Revue Banque) ainsi que dans des quotidiens et hebdomadaires juridiques et économiques (L'AGEFI, Lettre des Juristes d'Affaires, L'Opinion, la Tribune, Option Finance).

L'ensemble des publications de D&C sont disponibles sur notre site Internet, un tableau récapitulatif figure en annexe.

III. EVENEMENTS PASSES

Tous nos événements font l'objet d'une retranscription intégrale sur notre site Internet. L'organisation est assurée par l'équipe interne de D&C et grâce au soutien de tiers, comme le cabinet en communication Elliott & Markus et l'Institut Louis Bachelier.

Le 9 avril 2015, D&C a co-organisé avec le Centre Européen de Droit et d'Économie de l'ESSEC et CAPITALCOM une conférence au sein des locaux d'AG2R La Mondiale sur le thème de l'attractivité de la place de Paris, réunissant plus de 130 participants. Les principaux thèmes portaient sur les offres publiques d'achat et le retrait de cote. Cet événement a reçu le soutien du cabinet Bredin Prat et du cabinet Jeantet.

Le 27 mai 2015, Sophie Vermeille et Mathieu Luinaud, ont donné une conférence dans le cadre d'un dîner organisé par l'Association Française des Anciens de la London School of Economics. Ce dîner avait pour thème les institutions et la

révolution numérique. Ils y ont présenté les premières conclusions de leur article « Un droit pour l'innovation et la croissance ». Diverses associations étaient également conviées, dont notamment France Association et Harvard Club of France. Cet événement a réuni une quarantaine de participants. La présentation de Sophie Vermeille et de Mathieu Luinaud a été commentée par Anthony O'Sullivan (*Head of the Private Sector Development Division*, à l'OCDE),

Le 4 novembre 2015, Droit & Croissance a organisé sa première conférence entièrement tenue en anglais le 4 novembre 2015, au sein des locaux du Centre de conférences Capital 8. Cet événement qui a réuni plus de 130 participants avait pour thème : « *Past Reforms and new Trends in France, Spain and Italy – A Chapter 11 in Europe ? Assessment of the EU Commission's Strategy on Insolvency Law* ». Cet événement a reçu le soutien du bureau de Madrid du cabinet Garrigues, du bureau de Milan du cabinet Linklaters, du bureau parisien de Houlihan Lokey et du bureau de Milan d'Alix Partners.

Sophie Vermeille a également été invitée à participer à plusieurs manifestations, notamment :

- une conférence intitulée « *Financer l'économie du Futur : les PME françaises face à la révolution numérique* », co-organisé le 29 janvier 2015 par PME Finance, France Digitale, Systematic, l'AFIC et Europlace,
- la conférence annuelle de INSOL International à San Francisco les 22-24 mars 2015
- une manifestation intitulée « *Restructuring Business Enterprise* », organisé le 8 mai 2015 par Oxford Law Faculty
- la quatrième édition de l'« *Insolvency and Restructuring Business* », organisé conjointement par le Conseil National des Administrateurs Judiciaires et Mandataires Judiciaires et la Commission sur le droit des procédures collectives du Barreau Allemand le 25 juin 2015.

IV. PROJETS

Liste des projets de D&C en cours :

- Une étude portée par Mathieu Kohmann et Mathieu Luinaud ayant pour thème « la qualité de la règle de droit comme vecteur de croissance ». Le projet s'inscrit dans le prolongement de l'article co-rédigé avec le soutien de la Fondapol. L'étude est en cours de finalisation et entend faire des propositions en vue d'améliorer la qualité des études d'impact et la formation des élites chargées de la rédaction des textes de loi ;
- Un article en cours de finalisation par Adrien Tenne sur les limites des mécanismes de résolution des faillites et en particulier du bail-in ;
- Un article rédigé par Sophie Vermeille sur un thème d'actualité : le lien entre l'inefficacité du droit des faillites, les augmentations de capital dans les sociétés cotées en difficulté ne créant pas de valeur pour les actionnaires ;
- Une étude économétrique entreprise par Thomas Bourveau en collaboration avec France Stratégie sur les effets de l'inefficacité du droit des faillites ;

- Une étude commandée par l’Autorité des Marchés Financiers et l’Institut Louis Bachelier à Sophie Vermeille, Thomas Philippon, Yann Coatanlem et Laure Burrus sur l’Union des marchés de capitaux ;
- Un article apportant une analyse critique des règles sur le retrait de cote par Olivier Jouffroy et Laure Burrus. ;
- Un article sur les conséquences de l'inefficacité des règles du droit des sociétés sur la pratique de l'activisme en France par Saliha Bardasi, Laurie Delage, Mathieu Kohmann, Sabrina Lenczner et Guillaume Sarlat ;
- Un article sur les prix de transfert et le droit de la concurrence par Augustin Pradie, Grégory Abate, Alan Sournat et Moïse Bechini ;
- Un article sur les aides d'Etat et sociétés en difficultés par Constance Monnier et Anatole Hutin ;
- Un article ayant pour intitulé : « l’intérêt du litige argentin dans l'efficacité des contrats de dette souveraine » rédigé par Sophie Vermeille, Régis Bourgueil et Adrien Tenne.

V. GESTION

D&C compte actuellement environ soixante-dix membres actifs, impliqués tant dans la gestion du Think Tank que dans la recherche, y consacrant jusqu’à 75% de leur temps.

La composition exacte est la suivante :

Comité de direction :

Sophie VERMEILLE, **Présidente** ; Gilles de MARGERIE, **Vice-Président** ; Thomas PHILIPPON, **Vice-Président** ; Bernard DESOLNEUX, **Directeur** ; Régis BOURGUEIL, **Trésorier** ; Adrien BÉZERT, **Secrétaire Général** ; Laurence PARISOT ; Isabelle ROUX-CHENU ; Yann COATANLEM ; Jacques DELPLA ; Frank GENTIN.

Comité d’orientation :

William AZAN ; Alain BLOCH ; Alexis COLLOMB ; Emmanuel COMBE ; Bruno DEFFAINS ; Olivier FRÉGET ; Augustin LANDIER ; Olivier LECOMTE ; Ejan MACKAAY ; Constance MONNIER ; Françoise PÉROCHON ; Alain PIETRANCOSTA ; Stephen PORTSMOUTH ; Guillaume SARLAT ; David THESMAR ; Philippe TIBI ; Hubert de VAUPLANE ; Nicolas VÉRON.

VI. ANALYSE DES COMPTES 2015

Situation comptable de Droit & Croissance au 31 décembre 2015

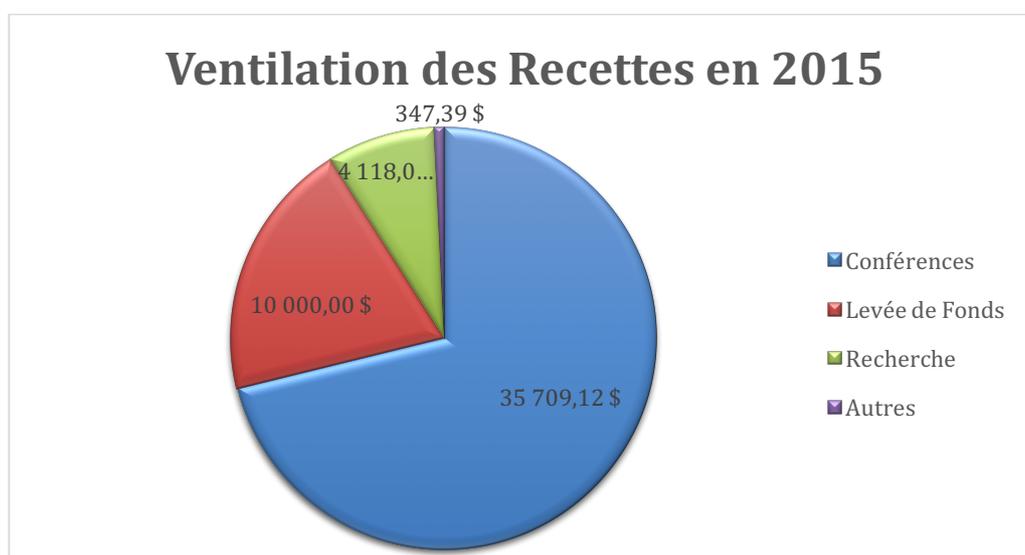
Au 31 décembre 2015, la situation financière de D&C s’est améliorée, avec un solde créditeur de 20 311 €, grâce à une augmentation des recettes plus rapide que celle des

dépenses. Notre levée de fonds s'élève à 50 175 € pour 45 779 € de dépenses sur l'ensemble de l'année 2015.

RECETTES

En 2015, les recettes de D&C s'élèvent à 50 175 € et se répartissent comme suit¹ :

- 35 709 € collectés grâce au sponsoring de nos deux conférences, soit environ 71 % des recettes totales, contre 64 % l'an dernier ;
- 10 000 € de dons et cotisations ;
- 4 118 € collectés grâce à des commandes de publications. Il s'agit d'un nouveau poste de recettes qui confirme le sérieux du travail de D&C et la renommée de son expertise.



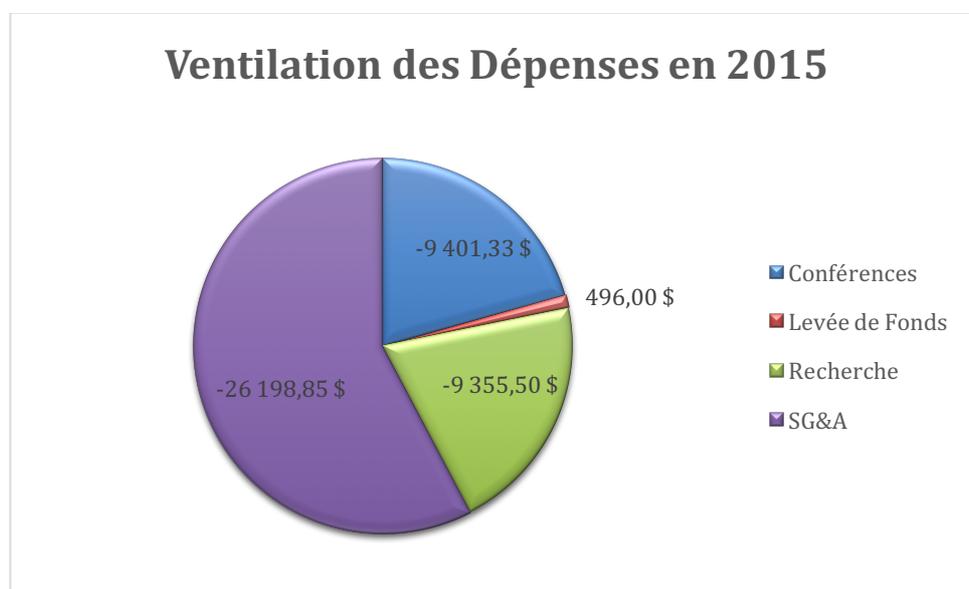
DÉPENSES

Les frais de gestion (SG&A) sont le poste budgétaire le plus important de D&C. Ils représentent 57 % des dépenses totales et s'élèvent à 26 199 €. Ces dépenses correspondent notamment à des dépenses marketing exceptionnelles effectuées par D&C en 2015 : refonte du *back-up* du site Internet et de la *newsletter*, nouveau logo, ainsi que l'organisation d'une journée *Team-building* pour les membres de D&C. Le total de ces activités représente à lui seul 38 % du budget de fonctionnement. Les autres dépenses liées aux frais de gestion sont donc maîtrisées compte tenu de l'activité de D&C.

¹ Dont 4 000 € perçu dans le cadre d'un partenariat avec l'AFIC (Association Française des Investisseurs pour la Croissance) qui avait pour objectif d'encourager les pouvoirs publics à réformer le régime des actions de préférence et en particulier les dispositions interdisant les rachats d'actions à l'initiative du porteur.

L'organisation des conférences et la recherche sont les deux autres postes budgétaires significatifs pour D&C. En 2015, 9 401 € ont permis d'organiser deux conférences d'envergure, accueillant plus de 120 participants. Ainsi, le sponsoring de nos événements aura permis de limiter les dépenses liées à l'organisation de ces deux journées, tout en permettant de mettre en avant l'expertise et le réseau de D&C.

Un montant presque équivalent a été dépensé pour la recherche et sa valorisation, notamment en raison des compensations allouées aux rédacteurs ayant contribué à l'élaboration des articles de recherche publiés par D&C².



OBJECTIFS 2016

L'objectif de l'année 2016 est de ramener les dépenses de fonctionnement à 30 % du budget et de renforcer les dépenses directement liées à la recherche et sa promotion.

Pour 2016, le comité de direction de D&C a également décidé d'embaucher un jeune stagiaire. Son objectif est de soutenir les membres actuels de l'équipe de D&C dédiés à la gestion de D&C, en particulier sa Présidente Sophie Vermeille, et de pérenniser les sources de revenus de D&C ainsi que ses activités. Cela permettra à la Présidente d'allouer plus de temps au développement de la recherche et à sa valorisation auprès

² Conformément aux statuts de D&C, la Présidente Sophie Vermeille, ne peut percevoir de rémunération de la part de D&C, y compris lorsqu'elle publie pour le compte de D&C. Son travail de recherche est exclusivement effectué à titre bénévole.

des acteurs importants. A cet effet, 9 600 € ont été provisionnés en vue de la rémunération de ce stagiaire.

D&C souhaite également renforcer son pôle de recherche, en rémunérant davantage ses auteurs ne disposant pas de revenus complémentaires significatifs. Si D&C souhaite augmenter son budget recherche, c'est avant tout pour augmenter le nombre de publications annuelles et donc son influence auprès des décideurs publics. A ce jour, 8 000 € de provisions, soit 4 publications d'ici la fin du troisième trimestre 2015, ont été passées en vue de rémunérer/indemniser les jeunes chercheurs de D&C.

Sophie VERMEILLE
Présidente
svermeille@droitetcroissance.fr

Annexe

<p>Plaidoyer en faveur de l'introduction des actions rachetables à l'initiative de l'actionnaire en droit français, par Sophie Vermeille et A. Bézert</p>	<p>En prohibant le rachat des actions de préférence à l'initiative de l'actionnaire, le Gouvernement a souhaité protéger les droits des créanciers de l'entreprise, souci légitime et bienvenu. La prohibition pure et simple du recours aux actions de préférence rachetables à l'initiative de l'actionnaire apparaît toutefois excessive au regard de l'intérêt que présente le rachat des actions de préférence pour l'industrie du capital-risque. La position de la France fait à cet égard figure d'exception sur le plan international. Cet article tend à démontrer que l'objectif de protection des droits des créanciers peut être atteint par le recours à d'autres mécanismes.</p>
<p>Retour sur l'adoption de la loi bancaire : la situation des créanciers au regard du droit constitutionnel, par Aude Salord et Jérémy Martinez</p>	<p>La loi du 26 juillet 2013 prévoit la possibilité d'annuler ou de réduire les créances subordonnées détenues à l'encontre des établissements de crédit en situation de défaillance (bail-in). Les auteurs s'interrogent sur la conformité de ce texte au regard du droit de propriété.</p>
<p>S'adapter aux innovations radicales, l'Opinion de S. Vermeille et M. Luinaud</p>	<p>Sophie Vermeille et Mathieu Luinaud, en partenariat avec la Fondapol, reviennent sur le défi de la France face à la révolution numérique et la nécessité de changer de cadre juridique</p>
<p>Proposition pour financer les start-ups au sein de l'EU, Raphaëlle d'Ornano</p>	<p>Raphaëlle d'Ornano présente dans ce reporting les positions de la Commission européenne afin de financer les start-up au sein de l'Union Européenne. La Commission européenne souhaite promouvoir la création de start-up afin d'encourager la croissance et l'innovation. Deux suggestions retiennent l'attention: l'introduction d'une nouvelle forme sociale dite la Societas Unius Personae et la mise en œuvre d'un droit des procédures collectives plus favorable aux entrepreneurs.</p>
<p>Titrisation et financement des ETI et larges PME (Club Praxis en collaboration avec D&C)</p>	<p>Le Club Praxis présente, en collaboration avec D&C 17 propositions susceptibles d'améliorer le financement des ETI et des grosses PME françaises et européennes par la titrisation. Elles s'articulent autour de plusieurs axes: l'alignement d'intérêt entre émetteurs et investisseurs, l'accroissement nécessaire de la transparence des procédures d'investissement et de l'information disponible aux investisseurs, l'émergence d'un marché pan-européen de la titrisation et la convergence du droit de la faillite dans l'Union européenne.</p>
<p>Les experts attendent toujours une vraie réforme du droit des faillites, AGEFI</p>	<p>Les sénateurs ont supprimé la possibilité pour le tribunal d'ordonner la dilution forcée des droits des actionnaires via une augmentation de capital, estimant cette disposition, d'une part, incompatible avec le droit européen stipulant que toute augmentation de capital doit être décidée par l'assemblée générale des actionnaires et, d'autre part, constitutive d'une atteinte sans contrepartie au droit de vote des actionnaires, attribut de leur droit de propriété. Sophie Vermeille explique les limites de cette approche</p>
<p>"Dividend recap": attention aux excès ! Dans l'AGEFI</p>	<p>Modifier le champ d'application du régime des actions en nullité des opérations effectuées durant la période suspecte permettrait de réintégrer plus efficacement les sommes soustraites dans une société en LBO sous la forme de dividende ou de remboursement de prêt d'actionnaire au profit des créanciers.</p>
<p>"Le Droit doit être plus efficace" par Sophie Vermeille et Cyril Deniaud</p>	<p>D&C poursuit son développement et ses réflexions sur les grandes réformes législatives afin de favoriser un rapprochement du droit et de l'économie.</p>

<p>Efficacité renforcée des procédures de sauvegarde, de redressement judiciaire, de rétablissement professionnel et de liquidation judiciaire, RTDF n°4 2014</p>	<p>Proposition de réécriture par Sophie Vermeille de l'article 70 du projet de loi</p>
<p>La constitutionnalité de l'éviction des actionnaires, par Jérémy Martinez, Frank-Adrien Papon et Sophie Vermeille</p>	<p>Le projet de loi « Macron » est sur le point d'introduire la possibilité, attendue depuis longtemps, d'évincer un actionnaire lors d'une procédure de faillite. Ce projet de loi a cependant échoué à s'appuyer sur l'analyse économique qui recourt à la norme largement acceptée de valeur d'entreprise pour justifier l'éviction et identifier les actionnaires à évincer. Le projet de loi s'appuie également sur la notion large et non définie « d'intérêt public » et échoue ainsi à donner une base légale solide à l'éviction des actionnaires. Il pourrait de surcroît être frappé d'inconstitutionnalité en raison du risque de violation du droit de propriété des actionnaires.</p>
<p>L'éviction des actionnaires bientôt possible, Option Finance ;</p> <p>Le volet faillite de la loi « Macron » : une intention louable mais un résultat dangereux, par Sophie Vermeille, Dalloz</p> <p>Le volet faillite de la loi « Macron » : les ambitions brisées d'un jeune Ministre, peut-être le plus réformateur depuis la guerre, par Sophie Vermeille, L'Opinion;</p> <p>Le volet droit des faillites de la loi « Macron » : une réforme de plus... pour rien ?, par Sophie Vermeille, LJA</p>	<p>L'article 70 du projet de loi « Macron » modifie le régime des procédures collectives françaises. Cette réforme est nécessaire car notre économie ne pourra renouer avec la croissance sans un droit des faillites qui facilite la destruction créatrice et la sélection des projets innovants comme des entrepreneurs. Cependant, si l'intention initiale de réformer le droit des faillites est louable, sa mise en œuvre en l'état actuel pourrait rendre l'initiative inefficace, voire engendrer des résultats dangereux. Notamment, l'erreur principale des rédacteurs du projet est d'avoir refusé de faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des conditions de la restructuration. Le législateur pourrait et devrait aller plus loin en proposant un cadre juridique prévisible et protecteur des droits des différentes catégories d'investisseurs, actionnaires comme créanciers - ce dernier devant être respectueux de l'ordre d'absorption des pertes initialement convenu entre eux.</p>
<p>Un droit européen du crédit pour les sociétés non financières dans l'intérêt de l'Union Bancaire</p>	<p>La conférence du 18 décembre 2014, organisée dans le cadre de la matinale scientifique Louis Bachelier a été l'occasion de revenir sur la question de l'harmonisation du droit des faillites et du droit des sûretés au niveau européen dans l'intérêt de l'Union Bancaire et de l'Union des Marchés de Capitaux, et ce, suite à la publication de Droit & Croissance à l'automne dernier. Cet aspect est trop souvent sous estimé par les pouvoirs publics, alors que les enjeux sont de taille et concernent tous les acteurs économiques.</p>
<p>Réforme du droit des faillites : étude d'impact du projet de loi « Macron », par Sophie Vermeille</p>	<p>Cette étude détaille les limites et effets pervers sur le plans économique et juridique de l'article 70 du projet de loi « Macron » portant sur l'éviction des actionnaires. Les propositions formulées sont susceptibles de violer les droits de propriété des actionnaires ou des créanciers.</p>
<p>L'éviction des actionnaires fait débat, AGEFI</p>	<p>Les propositions actuelles de la loi « Macron » méritent d'être améliorées : elles sont susceptible d'entraîner une violation du droit de propriété des actionnaires et/ou des créanciers faute de faire de la valeur d'entreprise le critère déterminant des conditions de la restructuration du bilan de l'entreprise.</p>