

---

# L'état actionnaire au service de la croissance des ETI ?

Laure-Anne Parpaleix<sup>\*1</sup>, Kevin Levillain<sup>2</sup>, and Blanche Segrestin<sup>3</sup>

<sup>1</sup>Centre de Gestion Scientifique – Mines ParisTech – France

<sup>2</sup>CGS – Mines ParisTech – 60 boulevard Saint Michel, France

<sup>3</sup>Centre de Gestion Scientifique (CGS) – Mines ParisTech – 60, bd Saint Michel 75272 Paris Cedex 06, France

## Résumé

Les entreprises de taille intermédiaires (ETI) constituent un pilier de l'économie. Toutefois, en comparaison de leurs voisines européennes, le potentiel des ETI françaises serait sous-exploité. En particulier, par rapport au Mittelstand allemand, notre tissu d'ETI ne serait ni aussi dense ni aussi performant. En 2008, la loi de modernisation de l'économie entérine donc la création de la catégorie d'entreprises " ETI ", afin de permettre une caractérisation de leurs dynamiques de croissance encore mal comprises et la conception de politiques publiques adaptées à leur soutien. Parmi les mesures phares visant à favoriser la croissance des ETI, en 2014, l'Etat constitue des fonds de capital-investissement dont il confie la gestion à Bpifrance. Se pose alors la question de la doctrine d'investissement. Quels sont les besoins en capital-investissement de ces entreprises ? De quels leviers l'actionnaire dispose-t-il pour accompagner durablement la croissance des ETI ? Ces questions sont au cœur de notre travail de recherche effectué en collaboration avec Bpifrance.

L'hypothèse d'equity gap (faille de marché qui limite le financement en fonds propres) est fortement liée à la création des fonds ETI. Alors que la littérature académique s'est penchée sur les start-up, les travaux manquent sur le cas des ETI. Nous commençons par montrer que les opérations de capital-investissement n'apportent pas systématiquement d'argent frais aux ETI pour financer leur croissance. Une étude empirique quantitative des ressources financières apportées par les prises de participation de Bpifrance corrobore ce résultat. L'Etat-actionnaire n'est donc pas systématiquement financeur. Fonder la réflexion sur les besoins en capital-investissement des ETI sur la notion d'equity gap engendre un biais. Cela focalise l'attention sur la question des ressources financières. Or les analyses précédentes révèlent que les ETI peuvent se retrouver en situation de manquer d'investisseur sans manquer de financement (*liquidity gap*). En effet, le capital-investisseur, en tant qu'actionnaire peut aussi jouer un rôle crucial dans l'accompagnement des trajectoires de croissance de l'entreprise.

Nous montrons ensuite que les conduites classiques de capital-investissement, et en particulier les cycles réguliers d'opérations de capital-transmission, font peser sur l'ETI un risque d'assèchement. L'ingénierie opérationnelle et financière sur laquelle repose le modèle historique du capital-transmission (i.e. modèle du *buyout* décrit dans la littérature académique) peut en effet finir par épuiser la croissance de l'ETI.

De ces résultats émerge un enjeu à concevoir une nouvelle figure d'investisseur capable de soutenir une croissance pérenne. A la fois pour sortir d'un système de subvention et pour

---

\*Intervenant

éviter le risque d'assèchement, nous proposons un modèle de capital-régénération, qui accompagne une croissance durable par l'innovation. L'Etat, à travers Bpifrance, a donc un rôle à jouer dans l'émergence d'une nouvelle doctrine d'investissement répondant aux enjeux propres des ETI (i.e. pérennité et caractère entrepreneurial). L'état actionnaire dans les ETI participerait ainsi à la construction d'une nouvelle grammaire financière et pourrait aider à former les investisseurs à des schémas alternatifs plus adaptés.

**Mots-Clés:** capital, investissement, état actionnaire, entreprises de taille intermédiaire, equity gap