

CIO OUTLOOK

AUTOMNE 2025

Regard
sur
2026

TK TIKEHAU
CAPITAL

Avant-propos

Le passage d'un modèle économique axé sur la recherche d'une croissance illimitée - favorisée par un environnement de taux bas, voire négatifs, où dominaient l'efficacité et l'optimisation - à un modèle plus local, centré sur la résilience, marque un tournant profond. Cette évolution ouvre la voie à des transformations radicales de nos économies et de nos approches en matière d'investissement.

Dans notre précédente édition publiée en septembre 2024 (CIO Outlook - Regard sur 2025) nous avons déjà exprimé la conviction que ce changement de paradigme entraînerait quatre conséquences majeures, déterminantes pour l'année 2025.

- L'augmentation du poids des états dans les économies ;
- Des besoins de Capex colossaux nécessaires ;
- L'accélération de l'intelligence artificielle (IA) ;
- La multipolarité et la croissance de la zone Indopacifique.

Comment évaluer aujourd'hui les projections que nous formulons à l'époque ? Les mois écoulés ont-ils confirmé nos anticipations ? À l'heure où l'année 2025 touche à sa fin, nous ouvrons cette édition par un retour sur ces quatre points clés.

Nous poursuivrons cette publication en explorant ce que nous identifions comme les grands enjeux à surveiller en 2026 et au-delà :

- **Les relations sino-américaines**, dont l'évolution pourrait redéfinir les équilibres économiques mondiaux : la pérennité de l'exceptionnalisme américain est-elle assurée ? Des alternatives crédibles au dollar peuvent-elles réellement émerger dans les échanges internationaux ?
- **L'Europe**, que nous considérons comme une zone d'opportunité unique. Sur quels fondements repose cette conviction européenne ? Et la stratégie de résilience mise en œuvre sur le continent peut-elle générer une valeur économique durable ?

Enfin, nous mettrons en avant les opportunités d'investissement que ces évolutions mettent en lumière, notamment au travers de trois thématiques majeures :

- La souveraineté européenne
- La dette privée secondaire
- L'immobilier

THOMAS FRIEDBERGER

Directeur général adjoint et co-directeur
des investissements (CIO)
Tikehau Capital



NINA MAJSTOROVIC

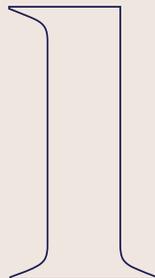
Spécialiste Produits,
Capital Markets Strategies
Tikehau Capital



Retour sur nos convictions 2025

AUGMENTATION DU POIDS DES ÉTATS DANS LES ÉCONOMIES
BOOM DES CAPEX
INTELLIGENCE ARTIFICIELLE
MULTIPOLARITÉ ET LA CROISSANCE DE LA ZONE INDOPACIFIQUE





L'augmentation du poids des états dans les économies



Nous avons anticipé pour 2025 une augmentation du poids des états dans les économies. Cette tendance semble désormais bien amorcée et apparait comme structurelle.

En effet, dans un contexte marqué par la démondialisation et la montée des tensions géopolitiques, les grandes puissances réactivent les politiques industrielles et renforcent leur souveraineté économique. L'État redevient un acteur central, orientant les investissements publics vers les secteurs jugés stratégiques permettant de renforcer sa résilience et son autonomie. Dans ce contexte, les pays développés se trouvent désormais confrontés à une dette publique atteignant des niveaux inédits et le coût de son financement explose. Dans les économies avancées (OCDE), le ratio dette / PIB est d'environ 83%:122,1% pour les États-Unis et 83,3% dans l'Union européenne (UE)¹.



Nous avons anticipé pour 2025 une augmentation du poids des états dans les économies. Cette tendance semble désormais bien amorcée et apparait comme structurelle.

Nous maintenons cette conviction et pensons que les taux longs demeurent encore trop bas compte tenu des besoins d'émissions nécessaires pour financer les déficits budgétaires durablement plus élevés.

¹ Source : FMI, Global Debt Database 2023, Historical Public Debt Database, World Economic Outlook Database April 2024, SciencesPo.



2

Des besoins de Capex colossaux nécessaires

“ **Cependant, un tel déploiement de capital ne garantit pas la création de valeur économique. Le risque de surinvestissement, souvent alimenté par la pression concurrentielle ou l'intervention croissante des États, pourrait peser sur les rendements futurs.** ”

➔ **Nous avons également mentionné le besoin de Capex colossal pour financer les 4 D – décarbonation, défense, démondialisation et digitalisation, comme critère déterminant de l'année 2025.**

Les dépenses d'investissement dans le monde accélèrent. La transition énergétique seule nécessitera environ 3 à 5 000 milliards de dollars par an à horizon 2035², tandis que les budgets militaires poursuivent leur forte hausse, notamment aux États-Unis et en Europe. En effet, entre 2021 et 2024, les dépenses de défense totales des États membres de l'Union Européenne (UE) ont augmenté de plus de 30%³. En 2024, elles ont atteint quelque 326 milliards d'euros, soit environ 1,9% du PIB de l'UE³, et celles-ci devraient encore augmenter de plus de 100 milliards d'euros d'ici à 2027³. Parallèlement, les géants de la tech investissent massivement dans l'intelligence artificielle (IA), avec plus de 1200 milliards de dollars d'investissements estimés entre 2024 et 2028⁴

principalement dans l'IA et les centres de données malgré des incertitudes sur la rentabilité à court terme. Enfin, la démondialisation a également un coût, celui de la construction de la résilience (coûts liés à la relocalisation de l'appareil productif, coûts d'assurance, coûts de financement, coûts des réserves stratégiques etc).

Cependant, un tel déploiement de capital ne garantit pas la création de valeur économique. Le risque de surinvestissement, souvent alimenté par la pression concurrentielle ou l'intervention croissante des États, pourrait peser sur les rendements futurs. Dans ce contexte, les investisseurs devront faire preuve de discipline, privilégier la qualité de l'exécution, et rester sélectifs, car cette nouvelle ère de Capex massifs risque d'accroître la dispersion des performances, tant entre entreprises qu'entre pays.

Cette tendance est en train d'accélérer et restera un thème clé pour les années à venir.

² Source : IEA World Energy Outlook 2024.

³ Source : Conseil européen, Conseil de l'Union Européenne, European Defense Agency, données au 31/12/2024.
⁴ Source : Goldman Sachs Global Investment Research, données au 04/08/2025. Estimations effectuées par GS, incluant Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft et Oracle.



3

L'accélération de l'intelligence artificielle



En 2024, l'IA générative a suscité un fort engouement sur les marchés financiers, alimenté par la conviction qu'elle transformera profondément les économies. Pourtant, nous mentionnions dans l'édition précédente de cet Outlook que derrière cet optimisme, plusieurs zones d'ombre subsistaient. En effet, les coûts massifs de développement, notamment dans les centres de données énergivores et rapidement obsolètes, soulèvent des doutes sur la rentabilité réelle à moyen terme.

Les évènements récents ont confirmé nos interrogations. L'émergence de DeepSeek illustre le risque d'une mauvaise allocation du capital dans un contexte de disruption rapide. De plus, les enjeux de souveraineté peuvent agir comme un frein au déploiement à grande échelle des géants de l'IA.

“ Les coûts massifs de développement, notamment dans les centres de données énergivores et rapidement obsolètes, soulèvent des doutes sur la rentabilité réelle à moyen terme. ”



4

La multipolarité et la croissance de la zone Indopacifique



Dans notre édition précédente, nous soulignons que le développement économique de la région Indopacifique, avec la Chine en figure centrale, apparaissait comme un des moteurs clés de la croissance mondiale au cours des prochaines décennies. **Cette conviction s'est confirmée et continue de se renforcer.**

D'ici 2100, l'Asie et l'Afrique représenteront à elles seules près de 9 milliards d'habitants sur les 10 milliards prévus, plaçant l'océan Indien au centre de gravité économique mondial⁵. Dans ce contexte, la Chine consolide activement son influence régionale en remettant en question la suprématie du dollar américain, rendant toute tentative d'isolement de la Chine par une guerre commerciale peu probable.

Nous renforçons cette conviction pour les années à venir.

“ D'ici 2100, l'Asie et l'Afrique représenteront à elles seules près de 9 milliards d'habitants sur les 10 milliards prévus, plaçant l'océan Indien au centre de gravité économique mondial⁵.

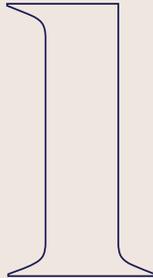
⁵ Source : Nations Unies, *World Population Prospect 2024*.

Perspectives et thèmes

pour 2026 et au-delà

VERS DE NOUVEAUX ÉQUILIBRES SINO-AMÉRICAINS
OÙ L'EUROPE TROUVE SA PLACE





Vers de nouveaux équilibres sino-américains



Source : Tikehau Investment Management (« TIM »), Bloomberg, données au 29/08/2025.

Impossible en 2025-2026 d'avoir des convictions d'investissement sans essayer de comprendre les changements de dynamiques des deux plus grandes puissances mondiales : les États-Unis et la Chine. Ces deux pays font face à des enjeux considérables aussi bien liés aux choix stratégiques de leurs dirigeants qu'aux flux financiers qui soutiennent ces choix et qu'à l'évolution de leurs démographies et de la structure de leurs économies.

La lecture de ces dynamiques est altérée par un narratif biaisé des deux côtés qui vise à rejeter sur l'adversaire la responsabilité de problèmes dont la source est probablement domestique. Les États-Unis accusent la Chine de fausser le commerce mondial en espérant que le système communiste conduira son adversaire à un déclin, que la dynamique démographique accélérera. La Chine de son côté évoque l'agressivité d'une Amérique qui ne respecte pas ses partenaires. Pékin joue sur l'argument que les États-Unis perdront leur statut de grande puissance parce que le pays est au bord de la guerre civile et parce que le surendettement de l'État précipitera le déclin du dollar comme seule devise de réserve. Selon la localisation de l'investisseur, l'un ou l'autre de ces narratifs fausse la lecture des dynamiques économiques qui animent ces zones géographiques.

Pour l'investisseur, il nous semble que les deux grandes questions importantes pour définir une allocation d'actifs sur le long terme sont :

- L'exceptionnalisme américain, qui justifie l'écart des valorisations US vis-à-vis du reste du monde et le statut du dollar comme seule devise de réserve, est-il durable ?
- Existe-t-il des alternatives crédibles au dollar comme devise d'échanges et aux États-Unis comme destination d'investissement dans une allocation d'actifs ?

L'exceptionnalisme américain est-il durable ?

Cette question est importante dans la mesure où les marchés américains bénéficient d'une prime de valorisation jugée conséquente⁶.

La domination américaine s'appuie sur trois piliers :

1 Économique

Avec des marchés de capitaux profonds et liquides, des universités attirant les meilleurs talents, un marché de l'emploi dynamique, un état de droit jusqu'à présent favorable au business et une fiscalité attractive pour les entreprises.

2 Militaire

Avec des moyens et des budgets permettant jusqu'à présent de sécuriser les principales routes commerciales ainsi que de projeter la puissance américaine rapidement partout dans le monde en alimentant un écosystème d'innovation qui bénéficie à l'ensemble de l'économie.

3 Monétaire

Avec un contrôle des systèmes de paiement pour les flux financiers conventionnels et l'imposition du dollar comme seule devise de réserve et d'échanges.

Ce statut se traduit par un poids accru dans l'allocation d'actifs mondiale : 70% des encours globaux actions et obligations confondus sont aux États-Unis⁷. Les États-Unis représentaient en juin 2025 environ 70% du MSCI World⁸ alors que le pays représente environ 25% de l'économie mondiale⁹ et environ 4% de sa population¹⁰. Environ 50% du marché de la gestion d'actifs est aux États-Unis¹¹ et le dollar est la devise ultra dominante dans les allocations des grands investisseurs mondiaux.

En conséquence, le S&P500 traite à plus de 22 fois les bénéfices 2026 soit une prime considérable par rapport à la valorisation du MSCI World ex-USA¹². Deux éléments d'ordre financier viennent s'ajouter à la liste d'arguments en faveur d'une surallocation américaine :

1 Une économie moins sujette à la récession

La structure sous-jacente de l'économie américaine est plus robuste. Depuis 1947, la consommation des ménages américains en services (non pas en biens, mais en services) n'a diminué que quatre fois au cours de deux trimestres consécutifs¹³.

2 Un écart significatif de rendement entre les entreprises américaines et les autres

« Return On Equity » (ROE)¹⁴ de l'indice S&P 500 est supérieur de 9 points à celui du reste du monde développé (21% contre 12%¹³) et contribue à expliquer la prime de valorisation du marché boursier américain par rapport à l'indice MSCI World ex US. Cet écart de rendement des capitaux propres se situe maintenant dans le 92^e centile, et le rendement des capitaux propres de l'indice S&P 500 est supérieur à celui des autres marchés d'actions des marchés développés dans chacun des 11 secteurs¹³. Alors que le S&P 500 se négocie actuellement à un ratio cours/valeur comptable (*Price/Book*) 2,4x supérieur à celui de l'indice MSCI World hors États-Unis (4,2x contre 1,8x¹³), les valorisations dans tous les secteurs semblent conformes à la rentabilité attendue. Les principaux facteurs de l'écart de ROE entre les États-Unis et le reste du monde sont d'une part la différence de marge d'EBITDA et d'autre part la vitesse de rotation des actifs (notamment expliquée par l'importance des rachats d'actions).

⁶ Source : TIM, Bloomberg, données au 29/08/2025.

⁷ Source : EPFR, Haver Analytics, Goldman Sachs Global Investment Research, données au 18/01/2025.

⁸ Source : MSCI, données au 30/06/2025.

⁹ Source : Fonds monétaire international, données au 31/12/2024.

¹⁰ Source : ONU, *World Population Prospects*, données au 30/06/2025.

¹¹ Source : Boston Consulting Group, données au 31/12/2024.

¹² Source : Bloomberg, données au 29/08/2025.

¹³ Source : Bloomberg, données au 31/07/2025.

¹⁴ Le ROE mesure la rentabilité financière d'une entreprise. Il indique le bénéfice net généré pour chaque euro de capitaux propres investis.

Alors ce ratio cours / bénéfice¹⁵ (P/E ratio) de plus de 22 fois est-il durable ?

Pour qu'il le soit, trois éléments semblent nécessaires :

- 1 **La conviction que les États-Unis continueront de se donner les moyens de leur domination économique, militaire et monétaire.** Or l'application de la doctrine Monroe et le repli américain qui s'en suit jettent le doute sur ce point.
- 2 **La conviction que la suprématie technologique américaine reste vraiment inégalée.** D'où l'importance du suivi du développement de Deepseek et d'autres modèles non américains.
- 3 **Le maintien de marges opérationnelles supérieures pour les sociétés américaines.** Dans ce contexte, l'impact des droits de douane et le statut à long terme du dollar pourraient jouer un rôle.

Dans tous les cas, les États-Unis semblent avoir ouvert la boîte de Pandore sur deux sujets :

1 La dette

Avec 30 000 milliards de dollars d'encours pour les bons du Trésor américain¹⁶, la grande question reste : qui va financer ? Certes la déréglementation permettra aux banques américaines d'acheter plus de dette domestique, mais dans la durée, les États-Unis ne pourront se passer des financements étrangers. Or, selon la loi de Ferguson (Niall Ferguson), quand les intérêts de la dette d'une grande puissance dépassent son budget militaire, son autorité est remise en cause parce qu'elle apparaît vulnérable. Le budget militaire américain était d'environ 3,4% du PIB¹⁷ mais devrait augmenter. Le service de la dette est actuellement de 4% du PIB¹⁸. Nous sommes donc aux bornes de cette loi.

2 L'état de droit

La militarisation du dollar et la menace du gel des avoirs étrangers pour les pays non alignés avec la politique américaine remettent en question l'un des fondamentaux de l'exceptionnalisme américain.

En incitant les « financeurs » de l'exceptionnalisme américain à réallouer leurs investissements soit localement, soit vers des zones géographiques voire monétaires alternatives, le risque à long terme pour les États-Unis est double :

- Provoquer une crise du financement de la dette américaine.
- Accélérer la perte de statut du dollar comme seule devise de réserve.

Ce risque offre-t-il une opportunité pour la Chine ou un groupe de pays structurés autour de la Chine ? Quelles seront les conséquences sur le statut du dollar ?

¹⁵ Le ratio cours/bénéfices mesure le prix que le marché attribue à la rentabilité actuelle de l'entreprise.

¹⁶ Source : Securities Industry and Financial Markets Association, données au 30/06/2025.

¹⁷ Source : OTAN, données au 31/12/2024.

¹⁸ Source : Bloomberg, données au 29/08/2025.

Existe-t-il des alternatives crédibles au dollar comme devise d'échanges ?

L'économie chinoise traverse une nouvelle mutation structurelle sous le triple effet de l'évolution démographique, de la démondialisation qui impacte son modèle basé sur les exportations et des choix stratégiques opérés par le gouvernement chinois. Après avoir privilégié le développement du marché immobilier pour réguler l'urbanisation jusqu'à la crise de la COVID, la priorité de la Chine est devenue le financement de son industrie, avec l'objectif de réduire la dépendance vis-à-vis de l'ouest. Dans le contexte géopolitique actuel qui menace le modèle exportateur de la Chine, il semble que **la priorité devienne le développement de la consommation domestique**. Ceci explique les récents efforts de relances monétaire et budgétaire. Le développement du marché domestique semble constituer la seule solution pour maintenir la croissance du PIB proche des 5% espérés et éviter un chômage massif et des troubles sociaux. Le développement de la consommation semble représenter une solution au problème de l'ultra compétitivité industrielle chinoise qui inonde le monde de produits de grande qualité fabriqués à moindre coût. La Chine a les moyens de stimuler la consommation. Les utilisera-t-elle ?

En parallèle, la Chine semble discrètement travailler au développement d'une zone d'influence monétaire en Asie. Ainsi, la volatilité des devises asiatiques par rapport au RMB semble diminuer régulièrement. De son côté la Banque Asiatique de Développement multiplie les financements dans sa devise. Dans ce contexte, il est intéressant d'observer l'évolution des relations entre les trois grandes puissances « asiatiques » : Chine, Russie et Inde.

La Russie est riche en matière premières, la Chine a la capacité manufacturière (et de raffinage des matières premières) et l'Inde dispose du dynamisme démographique avec environ 20% de la population mondiale des jeunes de moins de 20 ans¹⁹. Les relations de la Russie avec l'Inde et la Chine sont bonnes. La relation sino-indienne semble plus chaotique mais des signes de normalisation apparaissent. Cette normalisation serait mutuellement bénéfique mais elle reste fragile, notamment dans le contexte des tensions entre l'Inde et le Pakistan, premiers destinataires des investissements chinois en Asie et des sujets liés à l'eau (notamment la construction de la plus grande centrale hydroélectrique au monde au Tibet, à la frontière avec l'Inde).

“ **Les tensions grandissantes entre les États-Unis d'une part et « les BRICS » d'autre part, notamment sur le thème de l'utilisation du dollar dans les échanges, est la preuve que quelque chose est en train de changer.** ”

Un hypothétique rapprochement entre la Russie, l'Inde et la Chine pourrait à terme bouleverser les équilibres économiques mondiaux. **Les tensions grandissantes entre les États-Unis d'une part et « les BRICS » d'autre part, notamment sur le thème de l'utilisation du dollar dans les échanges, est la preuve que quelque chose est en train de changer.** L'observation de la manière dont ces pays utilisent ou non le dollar américain nous semble primordiale pour comprendre les dynamiques des prochaines décennies en matière de création de valeur économique sur ce continent mais aussi les flux de capitaux et le financement des déficits budgétaires des pays occidentaux.

¹⁹ Source : UNFPA, données au 31/12/2024.



2

Europe : une opportunité d'investissement unique



Une décote historique des actions européennes par rapport aux actions américaines



Source : Tikehau Investment Management (« TIM »), Bloomberg, données au 29/08/2025.

Jamais le thème de la souveraineté européenne n'a autant été d'actualité. Il y a deux ans, nous publions une lettre sur ce thème (octobre 2023 ; *Europe, the final countdown* : réflexion sur les enjeux de souveraineté européenne), avec la conviction que la construction d'une forme de souveraineté sur le vieux continent serait créatrice de valeur économique. Force est de constater que cette tendance accélère significativement. La construction européenne a souvent progressé dans des phases de crise. Cet épisode ne déroge pas à la règle. Contrairement à certaines thèses soulignant la faiblesse du vieux continent, **nous continuons à voir dans l'Europe une opportunité d'investissement significative**. Les choix allemands en matière de relance budgétaire ainsi que la fin de l'assainissement des systèmes bancaires du sud de l'Europe retirent simultanément les deux principales forces qui bridaient la croissance en Europe.

Sur quelles bases s'appuie cette conviction européenne ?

- **Les orientations prises par l'Allemagne** changent la donne en termes de capacité de relance budgétaire, de déblocage de financements au niveau des instances européennes, et d'ancrage de l'Allemagne au sein d'une véritable stratégie de souveraineté européenne. Dans la foulée des orientations de relances budgétaires allemandes, les institutions européennes devraient être également moins contraintes pour débloquer des financements bénéfiques à l'ensemble des pays de l'Union.
- **Le système bancaire européen termine son assainissement.** Les institutions financières du sud de l'Europe sont aujourd'hui beaucoup plus fortes que dans les décennies passées²⁰, en témoignent les capitalisations boursières des groupes bancaires espagnols et italiens. Le système bancaire européen apparaît sain, les gérants d'actifs européens sont ancrés dans leur géographie et les investisseurs européens semblent vouloir renforcer leur contribution au financement de cette souveraineté.
- **La vitesse à laquelle se sont mobilisés les acteurs du secteur public et privé pour redéfinir les priorités industrielles,** les moyens de les financer, et collaborer ensemble pour rattraper le retard technologique et financier pris sur les États-Unis nous encouragent à investir significativement dans les opportunités créées par ces choix stratégiques, que cela soit dans la transition énergétique, le financement des entreprises de taille moyenne, la cybersécurité, la défense, le financement des infrastructures stratégiques comme les centres de données, l'agriculture régénératrice ou encore les actifs réels.
- **La Banque Centrale Européenne est fermement engagée dans un cycle de baisse des taux d'intérêt** qui, certes, touche probablement à sa fin, mais marque la **volonté** de l'institution d'accompagner une relance budgétaire dans la zone.

- Les valorisations des actifs européens sont inférieures aux valorisations américaines à la fois dans le monde coté et non coté²¹.
- Les entreprises européennes opèrent historiquement avec des niveaux d'endettement inférieurs à ceux des entreprises américaines²¹.

● L'Europe cumule ainsi pour la première fois depuis la fin de la deuxième guerre mondiale quatre éléments créateurs de valeur économique selon nous :

- 1 Une politique budgétaire de relance
- 2 Une politique monétaire accommodante
- 3 Des valorisations attractives, avec une décote historique de valorisation par rapport aux marchés américaines²²
- 4 Un niveau de levier moyen dans les entreprises inférieur à celui des entreprises américaines²¹

Dans ce contexte, nous maintenons la forte conviction qui nous a fait privilégier depuis plusieurs années les investissements dans la construction de résilience et de souveraineté en Europe que cela soit en *private equity*, en dette privée, en actions cotées et obligations corporate, ou en actifs réels²³. Cette tendance s'accélère si l'on en croit l'intérêt porté par des investisseurs non européens pour cet espace économique. **Nous restons persuadés qu'investir en Europe de manière sélective et en respectant l'ancrage local pour accompagner les besoins massifs en dépenses d'investissement, la renaissance des politiques industrielles et le développement des champions européens dans leur construction de résilience sera un vecteur considérable de création de valeur financière et extra-financière dans les prochaines décennies.**

²⁰ Source : publications des résultats des banques, données au 30/06/2025.

²¹ Source : TIM, Bloomberg, données au 31/07/2025.

²² Source : TIM, Bloomberg, données au 29/08/2025.

²³ Expertises et solutions du groupe Tikehau Capital pouvant pour certaines être réservées à certaines catégories d'investisseurs. Tout investissement présente des risques dont des risques de perte en capital, de liquidité, de crédit.

La construction de résilience crée-t-elle de la valeur économique en Europe ?

De manière évidente la construction de résilience a un coût :

- **Coût d'assurances** : assurance du risque climatique, cyber et assurance du risque lié à l'activité des entreprises.
- **Coût du capital et de financement plus élevé** : l'incertitude générée par la démondialisation et des taux d'intérêt plus élevés forcent les entreprises à opérer avec des coussins de capitaux plus élevés pour absorber les chocs potentiels. La diminution anticipée des flux de capitaux entre les grandes puissances économiques devrait renchérir le coût du capital.
- **Coût des Capex** : la construction de résilience nécessite des dépenses d'investissement considérables. Ces Capex ont un coût important. Le «reshoring²⁴» implique en effet des coûts salariaux plus élevés pour les entreprises occidentales.
- **Coût d'opérer avec des stocks plus importants**. La construction de résilience passe par la constitution de stocks pour les entreprises mais aussi les États. Le débat sur les réserves stratégiques resurgit pour toutes les grandes zones économiques.
- **Coût lié à la défense** : l'Allemagne devient le 4^{ème} budget militaire²⁵ après les États-Unis, la Chine et la Russie

Il apparaît donc évident qu'un monde moins optimisé, moins efficient implique une croissance plus faible.

La grande question reste alors : cette génération de résilience peut-elle créer une valeur significative ?

Nous pensons que oui pour plusieurs raisons :

- **Investir dans les apporteurs de solution de cette résilience**, des entreprises qui bénéficient d'une demande forte de la part des acteurs économiques pour s'équiper et se protéger, devrait **générer une forte croissance dans un monde de croissance faible**. Les leaders des solutions de transition énergétique, de cybersécurité et les industries liées à la défense bénéficient déjà de trajectoires de croissance significatives.
- **Cette résilience se construira par ailleurs par consolidation et concentration** selon nous. La création de champions européens sera générateur de la valeur économique. Nous voyons le financement de cette consolidation par la dette privée comme une opportunité d'investissement considérable en Europe.
- **Dans la défense, l'évolution vers la «guerre collaborative»** c'est-à-dire des petits objets peu chers (drones) connectés entre eux pour infliger des dégâts à des gros objets coûteux (avions, navires) nécessitent des investissements massifs dans l'intelligence artificielle, le spatial, l'ordinateur quantique et la cybersécurité. Ces investissements auront des applications civiles multiples, créatrices de valeur.

“ **Il apparaît donc évident qu'un monde moins optimisé, moins efficient implique une croissance plus faible. La grande question reste alors : cette génération de résilience peut-elle créer une valeur significative ?** ”

²⁴ Le reshoring (ou rapatriement industriel) désigne la relocalisation d'activités de production dans le pays d'origine d'une entreprise.
²⁵ Source : Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI), données au 31/12/2024.

— **L'augmentation des budgets de défense permettra également des progrès dans l'aéronautique civile.** Cette industrie est duale par nature. De nombreux grands acteurs industriels ont construit leur activité sur cette dualité. Les cycles de l'industrie de la défense sont longs et coûteux, et l'effet de volume de l'aviation commerciale contribue à les amortir. La dualité permet de favoriser l'innovation, de développer des synergies, d'adopter une approche globale de l'outil industriel, mais aussi de maintenir des compétences critiques. Ainsi :

- Les commandes de vol numériques développées par Dassault Aviation pour le Rafale ont ensuite été répliquées sur les programmes Falcon.
- De nombreux hélicoptères développés par Airbus avaient initialement une version civile qui a ensuite été militarisée (comme le Super Puma). C'est également le cas des différentes familles de Falcon de Dassault Aviation, dont une version militarisée pour la surveillance maritime.
- Chez Airbus, le cockpit de l'A380 est le même que celui de l'A400M (avion de transport militaire).

— **Les investissements dans les infrastructures stratégiques notamment financés par le plan allemand créeront un choc de compétitivité.** Le financement de centres de données nous semble représenter dans ce domaine une opportunité d'investissement attractive.

— **Le passage en «économie de guerre» aboutira à la reconversion d'actifs.** L'économie de guerre ne signifie pas seulement le réarmement mais consiste essentiellement à garder le contrôle de son appareil productif pour être plus résilient. Cela consiste également en une bonne gestion des interdépendances. La reconversion d'outils de production industrielle (usines), le repositionnement d'infrastructures (satellites, centrales électriques) ou même le changement d'usage de bâtiments seront créateurs de valeur économique. Nous voyons par exemple dans l'immobilier de transformation (*value-add*) une opportunité en Europe.

— **Cette logique de souveraineté devrait créer des boucles de rétroaction positives pour les entreprises européennes.** Par exemple à ce jour, l'Europe n'achète qu'environ 18% de ses équipements militaires en Europe, ce qui témoigne d'une forte préférence pour les programmes militaires clés des États-Unis (comme le F35)²⁶. Les pays de l'Union Européenne reconnaissent que cette part devra être progressivement augmentée pour atteindre 30 à 40% dans les années à venir²⁷.

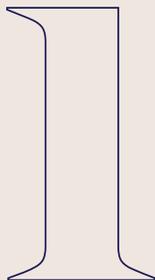
● **Même si elle est synonyme de croissance faible et d'une moindre optimisation, la création de résilience peut générer beaucoup de valeur économique pour l'investisseur à condition de rester discipliné** dans les valorisations des actifs acquis, dans la structure et le coût du capital permettant ces acquisitions et à condition de bénéficier d'un fort ancrage local pour l'origination et l'exécution des investissements.

²⁶ Source : Commission européenne (EDIS 2024), données au 31/12/2024.
²⁷ Source : EDIS, European Defence Industrial Strategy, données au 31/03/2024.

Les principales opportunités d'investissement en 2026

LA SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE
LA DETTE PRIVÉE SECONDAIRE
L'IMMOBILIER





La souveraineté européenne



Comme évoqué précédemment dans cette publication, nous voyons dans cette thématique de souveraineté européenne une opportunité d'investissement majeure, et ce depuis plusieurs années.

Au sein de cette mégatendance, nos principales convictions portent notamment sur trois secteurs clés :



La défense

La défense joue un rôle important et croissant dans la sécurité du continent. En effet, les conflits récents ont mis en évidence l'importance de renforcer les capacités de défense à travers l'Europe et ont appelé à accroître les investissements, tant au niveau national qu'au niveau de l'Union Européenne (UE). Alors que les budgets de défense sont restés inférieurs à l'objectif de 2% au cours des dix dernières années, en 2024 les pays européens ont consacré en moyenne 2,2% de leur PIB à leurs budgets de défense. Les ministres de la Défense des pays de l'OTAN se sont réunis à Bruxelles le 22 juin 2025 et ont convenu à l'unanimité d'une « déclaration préliminaire du sommet de La Haye », qui introduit un objectif de 5% du PIB consacré à la défense et à la sécurité d'ici 2035 (un horizon plus long que ce à quoi s'attendaient les investisseurs, à notre avis), réparti entre 3,5% pour les dépenses militaires de base et 1,5% pour les investissements liés à la sécurité (infrastructures, cybersécurité, etc.)²⁹.

La Commission européenne a également dévoilé le plan ReArm Europe/Readiness 2030, qui vise à mobiliser 800 milliards d'euros pour la défense³⁰. En outre, le Conseil européen a adopté le programme SAFE³¹, qui prévoit une enveloppe de 150 milliards d'euros pour renforcer la coopération en matière de défense. Enfin, pour renforcer l'autonomie stratégique et soutenir l'industrie nationale, l'UE discute de plus en plus du « Buy European Act », visant à donner la priorité aux produits de défense fabriqués en Europe dans les décisions d'achat.

Les investissements massifs que ces plans et initiatives vont amener sont selon nous porteurs d'opportunités, tant sur les marchés privés que cotés. En ce sens, investir sur l'ensemble de la chaîne de valeur sera créateur de valeur selon nous.

²⁹ Source : https://www.nato.int/cps/en/natohq/news_236516.htm

³⁰ Source : https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/pt/qanda_25_790

³¹ Source : <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/05/27/safe-council-adopts-150-billion-boost-for-joint-procurement-on-european-security-and-defence/>

En effet, l'Europe dispose d'un écosystème d'entreprises de défense parmi les meilleures au monde selon nous, aussi bien les grands donneurs d'ordres que ceux qui les fournissent.

“ **L'Europe dispose d'un écosystème d'entreprises de défense parmi les meilleures au monde selon nous, aussi bien les grands donneurs d'ordres que ceux qui les fournissent.**

Ces entreprises sont confrontées à des enjeux de taille, non pas en matière de savoir-faire, mais plutôt de capacités de production : les carnets de commande sont en effet à des niveaux historiques (à titre d'exemple Dassault Aviation dispose de 220 Rafale en carnet à fin 2024³²), ce qui nécessite une augmentation sans précédent des cadences de production afin d'accélérer le rythme des livraisons.

Afin de poursuivre leur montée en cadence, les grands donneurs d'ordre doivent pouvoir s'appuyer sur une chaîne d'approvisionnement solide, capable elle-même d'accroître ses capacités de production et d'accélérer le rythme des livraisons. Cette accélération sans précédent des cadences de production nécessite des capitaux massifs afin de renforcer les bilans des maillons essentiels de la chaîne d'approvisionnement (dont les niveaux d'endettement se sont creusés durant la période 2020-2022) et ainsi leur permettre de financer la croissance.

Au travers de nos stratégies cotées et non-cotées, nous investissons sur l'ensemble de la chaîne de valeur de l'industrie aéronautique et de la défense. D'une part, en finançant les grands donneurs d'ordres qui sont, pour la plupart, cotés en bourse, et d'autre part, nous cibons des acteurs de niche leaders sur leur marché, ainsi que des plateformes de consolidation afin d'accroître la résilience de la chaîne d'approvisionnement (les matériaux – comme le titane –, la mécanique – pièces et assemblages critiques –, l'électronique – circuits imprimés, optronique, sous-systèmes complexes – ou encore les services – services à la production, exploitation.

La cybersécurité



Toutes les entreprises devront investir massivement dans la cybersécurité et la digitalisation des processus de production et des chaînes d'approvisionnement. Si la cybersécurité est une nécessité pour la modernisation, un avantage concurrentiel et un élément clé du développement économique, elle apparaît aussi comme une extraordinaire source de vulnérabilité si les systèmes, les utilisateurs et les données ne sont pas correctement protégés. Selon un rapport du Forum économique mondial, la cybercriminalité et la cybersécurité figurent parmi les dix plus grands risques mondiaux, tant à court qu'à long terme³³. En effet, les économies se numérisent rapidement, la production de données explose et les cyberattaques deviennent plus fréquentes et plus sophistiquées. Cette tendance devrait encore s'accroître à l'avenir, car le nombre d'appareils connectés dans le monde devrait presque doubler, passant de 15,9 milliards en 2023 à plus de 32,1 milliards en 2030³⁴.

Il ne s'agit pas d'investissements tactiques, mais de choix stratégiques faits au niveau de la direction qui affectent tous les départements de l'organisation dans tous les secteurs d'activité, surtout si l'on met en perspective les 10 300 milliards de dollars que coûtera annuellement la cybercriminalité dans le monde en 2025, soit une multiplication par 10 par rapport aux niveaux de 2018³⁵.

“ **Si la cybersécurité est une nécessité pour la modernisation, un avantage concurrentiel et un élément clé du développement économique, elle apparaît aussi comme une extraordinaire source de vulnérabilité si les systèmes, les utilisateurs et les données ne sont pas correctement protégés.**

³² Source : Dassault Aviation, janvier 2025.

³³ Source : https://reports.weforum.org/docs/WEF_Global_Risks_Report_2025.pdf

³⁴ Source : Statista.

³⁵ Source : Statista Technology Market Insights, 2024.

Nous investissons dans des sociétés innovantes sur l'ensemble de la chaîne de valeur de la cybersécurité : à la fois dans les solutions pures de cybersécurité, dans les technologies amont qui permettent d'accélérer l'innovation en matière de cybersécurité, et les technologies aval, c'est-à-dire les applications métiers mettant en avant leur niveau de sécurité comme différentiateur clé.

La décarbonation



Pour atteindre les objectifs fixés par les accords de Paris, environ 5 000 milliards de dollars doivent être investis chaque année d'ici 2035³⁶ pour atteindre la neutralité carbone. Ces capitaux devraient être alloués aux technologies existantes qui peuvent permettre de réduire de plus de 80% les émissions d'ici 2030 afin d'atteindre l'objectif de zéro émission nette d'ici 2050³⁷, par opposition à l'investissement dans des nouvelles technologies de rupture qui ne seront efficaces que dans 10 à 15 ans. Cette transition structurelle de long terme crée une demande et donc une croissance durable pour les entreprises capables de proposer des solutions concrètes, évolutives et immédiatement déployables. **Les entreprises dont le cœur de métier est de permettre la mise en œuvre de la transition énergétique bénéficient donc d'une tendance d'envergure mondiale.** Les entreprises européennes, qui sont déjà des leaders mondiaux dans ce domaine (efficacité énergétique, rénovation, électrification des usages, etc.), devraient bénéficier fortement de cette transformation.

Chez Tikehau Capital, nous investissons dans la transition énergétique depuis 2013.

Notre stratégie d'investissement en Private Equity adopte une double approche : **(i)** sectorielle, en ciblant les secteurs clés responsables des émissions de CO₂, notamment la production d'énergie, l'industrie, les bâtiments et les transports ; et **(ii)** orientée vers les solutions, en identifiant les solutions les plus impactantes et leurs principaux facteurs et composants sur toute la chaîne de valeur, tels que l'efficacité, l'électrification, l'énergie bas carbone et les intrants, ainsi que l'adaptation au changement climatique.

“ **Chez Tikehau Capital, nous investissons dans la transition énergétique depuis 2013.** ”

● **Capter ces mégatendances structurelles que sont la défense, la décarbonation et la cybersécurité constitue, selon nous, une priorité pour l'investisseur de long terme. Elles représentent non seulement des moteurs de performance financière durable, mais aussi des opportunités concrètes pour accompagner la souveraineté, la transition et la sécurité de l'Europe, positionnée aujourd'hui comme un acteur central de ces transformations.**

Nous nous positionnons sur ces mégatendances à travers des stratégies thématiques en *private equity* et en actions cotées, ainsi que via des stratégies dédiées de dette privée.

³⁶ Source : IEA World Energy Outlook 2024.
³⁷ Source : Net Zero Roadmap A Global Pathway to Keep the 1.5 °C Goal in Reach, 2023 update.

2

La dette privée secondaire



→ Les financements privés continuent de s'imposer comme une alternative attractive pour les entreprises de taille moyenne aux États-Unis, en Europe, et désormais en Asie, entre émissions obligataires sur les marchés de capitaux et prêts bancaires traditionnels. En ce sens, le marché primaire de la dette privée a connu une évolution significative. Entre 2010 et 2024, environ 1 600 milliards de dollars ont été levés à travers plusieurs stratégies de dette privée, dont environ 50% alloués au *direct lending*, suivis des stratégies *distressed*, mezzanine et situations spéciales³⁸. Cette dynamique devrait se poursuivre selon nous, avec un taux de croissance annuel moyen à deux chiffres prévu sur les cinq prochaines années, portant les encours sous gestion mondiaux en dette privée à environ 2 600 milliards de dollars d'ici 2029³⁸.

“ **Entre 2010 et 2024, environ 1 600 milliards de dollars ont été levés à travers plusieurs stratégies de dette privée, dont environ 50% alloués au *direct lending*, suivis des stratégies *distressed*, mezzanine et situations spéciales³⁸.**

Par conséquent, le marché de la dette privée secondaire a connu un essor notable ces dernières années, alors que le marché secondaire global était jusqu'alors centré sur les transactions de capital-investissement (*private equity*). En effet, un marché secondaire florissant repose sur un marché primaire large et stable, car seule une faible part des actifs primaires est finalement échangée sur le secondaire. Actuellement, on estime qu'environ 1% du marché primaire de la dette privée bascule sur le marché secondaire par an³⁹.

³⁸ Source : Preqin Global Report 2025: Private Debt.

³⁹ Source : Tikehau Investment Management, à la date du présent document.

Nous pensons que le marché de la dette privée secondaires est amené à croître au même rythme, voir à un rythme plus élevé, que le marché primaire, à mesure que les investisseurs adoptent une gestion plus active de leurs portefeuilles. À ce titre, les volumes de transactions secondaires, toutes stratégies confondues, sont passés de 108 milliards de dollars en 2022 à un niveau record de 160 milliards de dollars en 2024⁴⁰. **Le marché américain reste incontournable sur ce segment, concentrant l'essentiel des volumes.**

De plus, le marché secondaire dans son ensemble a historiquement connu un excès de capital disponible par rapport à l'offre d'actifs secondaires, entraînant une forte concurrence entre les acheteurs. Selon nous, bien que la demande pour les actifs de dette privée secondaire ait régulièrement augmenté au fil des années, **les dynamiques structurelles du marché à long terme soutiennent une offre durablement supérieure au capital disponible pour ces actifs spécifiques, créant ainsi des conditions particulièrement favorables pour les investisseurs.**

Nous estimons par ailleurs que le marché secondaire de la dette privée offre des perspectives de valorisation attractives à moyen et long terme. En effet, la dynamique de l'offre et de la demande est le principal facteur déterminant le prix du crédit secondaire. Les portefeuilles que nous achetons intègrent un niveau de décote sur la valorisation nette d'inventaire moyen supérieur à 15%⁴¹.

Enfin, la dette privée secondaire présente l'avantage de la diversification : une stratégie typique de crédit secondaire est susceptible d'être exposée à plusieurs milliers de positions sous-jacentes réparties entre différents fonds et sous-stratégies. Les portefeuilles achetés sont en outre majoritairement déjà déployés, ce qui permet aux fonds secondaires d'investir dans des millésimes différents. Cette capacité à **limiter le risque idiosyncratique grâce à une diversification significative entre les émetteurs, les millésimes, les secteurs, les zones géographiques et les gestionnaires de fonds renforce selon nous la pertinence de la dette privée secondaire dans une stratégie globale d'allocation d'actifs.**

⁴⁰ Source : Evercore, FY 2024 Secondary Market Review.

⁴¹ Source : Tikehau Investment Management, 31/07/2025.



L'immobilier



Le secteur immobilier dans son ensemble semble amorcer un retour à l'équilibre après les fortes turbulences provoquées par les hausses brutales des taux d'intérêt en 2022/2023. Les volumes d'investissement montrent des signes de stabilisation et pourraient progressivement gagner en dynamisme à mesure que la confiance revient.

I L'immobilier *value-add*

Le renforcement de la résilience passe entre autres par une reprise en main de l'appareil productif. Cela implique la reconversion d'actifs immobiliers à de nouveaux usages. Dans ce contexte, **l'immobilier de transformation (*value-add*) représente une opportunité stratégique en Europe.**

Les changements sociétaux engendrés par le monde « postpandémique », combinés à la correction des valorisations de ces dernières années et à la rarefaction des financements, créent des opportunités d'investissement significatives dans les actifs immobiliers propices au changement d'usage ou dans des secteurs sujets à des mutations structurelles profondes (commerce, résidentiel à l'accession ou opéré). **En effet, les évolutions récentes des modes de vie ont entraîné des transformations majeures du marché de l'immobilier, tant résidentiel que commercial.** Le télétravail, notamment, a provoqué une surabondance de bureaux aux États-Unis comme en Europe, affectant particulièrement les immeubles situés en périphérie des centres urbains, qui peinent désormais à attirer des locataires. **Une partie de cette offre excédentaire devra être retirée du marché et reconvertie notamment pour pallier le manque de logement dans des zones qui restent accessibles.** Parallèlement, l'essor du e-commerce redéfinit les besoins logistiques, tandis que les nouvelles mobilités transforment les flux urbains.

Le secteur immobilier est également confronté à des enjeux structurels majeurs : amélioration de l'efficacité énergétique des bâtiments, réorganisation des espaces urbains pour optimiser les flux, intégration de zones de biodiversité afin de réguler le climat urbain et renforcer la résilience face aux événements climatiques extrêmes. Dans ce contexte, **la mise sur le marché d'actifs immobiliers adaptés à ces nouvelles exigences, idéalement situés et conçus pour des usages mixtes, constitue l'une des opportunités d'investissement les plus prometteuses des années à venir.**

Pour s'exposer à ces dynamiques, il est nécessaire d'identifier les secteurs et les actifs qui seront les mieux intégrés dans ces mégatendances structurelles.

- **Le secteur résidentiel représente une opportunité majeure** selon nous, notamment en raison du manque structurel de logements neufs, de qualité, bien situés et répondant aux nouvelles normes environnementales. Par ailleurs, les nouveaux modèles sociétaux (familles recomposées ou fragmentées dans les grandes métropoles, mobilités pendulaires accrues, accès à l'éducation internationale, vieillissement de la population etc.) redéfinissent profondément les usages des espaces résidentiels. Ces évolutions appellent une consommation différente des mètres carrés, favorisant le développement de solutions d'habitat partagé ou spécialisé (résidences étudiantes, logements pour jeunes actifs, résidences mixtes, etc.) dans des lieux de vie urbains.
- **Le secteur du commerce de détail** (centre commerciaux, commerces alimentaires et *retail park*) connaît une mutation profonde. De nombreux actifs ne sont désormais plus adaptés à l'usage auquel ils étaient destinés à l'origine (grands centres commerciaux par opposition au *retail park* de destination, hypermarchés ou galeries commerciales adjacentes aux surfaces alimentaires), créant une série d'opportunités dans les zones urbaines et en périphérie des villes. Par ailleurs, l'évolution des modes de consommation post-Covid (accélération du e-commerce, pression sur le pouvoir d'achat, phénomène de concentration dans le secteur alimentaire) font naître des mutations et des situations de transition propices à des projets de restructuration immobilière.
- **Le repositionnement d'immeubles de bureaux bien situés offre également des opportunités** que ce soit à travers leur rénovation ou leur transformation en actifs à usage mixte.

Nous identifions ces thèmes comme des opportunités majeures d'investissement pour les années à venir.

2 Dette immobilière

Les investisseurs immobiliers en Europe ont historiquement financé leurs actifs principalement par des prêts bancaires. Cependant, face à des évolutions structurelles récentes et à des changements des conditions de marché, à de nouvelles contraintes réglementaires et à des exigences de liquidité et de capital plus strictes pour les banques, nombre de ces prêteurs traditionnels sont moins actifs dans certains segments du marché. En conséquence, **les emprunteurs, en particulier sur le segment des actifs de taille moyenne et de transition, font face à un déficit de financement important, ce qui ouvre des opportunités pour les apporteurs de capitaux alternatifs.**

Cette dislocation du marché offre une opportunité inédite aux investisseurs privés en crédit immobilier d'intervenir et de proposer des solutions de financement sur mesure avec des rendements ajustés au risque jugés attractifs. Bénéficiant de ratios prêt/valeur conservateurs et de garanties jugées solides à des prix réévalués, les investisseurs en crédit peuvent s'exposer à des actifs réels tout en maintenant une protection contre le risque de baisse. Parallèlement, les emprunteurs peuvent bénéficier d'un capital flexible qui leur offre une certitude d'exécution dans un environnement soumis à des contraintes de temps afin de faire face à différents besoins de financement.

Le besoin d'investissement dans les centres de données, élément clé de la souveraineté, représente également une opportunité significative. L'essor du *cloud computing* et de l'intelligence artificielle génère une demande croissante en stockage, puissance de calcul et infrastructures, créant un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande. **Tikehau Capital, qui a été pionnier dans ce domaine en Europe avec 6 transactions réalisées depuis 2018, préfère se positionner comme prêteur sur ce type d'actif, recherchant des rendements équivalents ou proches de ceux exigés par les investisseurs en actions.**

Notre ambition est de proposer des solutions de financement sur mesure tout au long de la chaîne de valeur.

Enfin, dans un contexte de liquidité moins abondante et de pression sur les marges des entreprises, les situations spéciales deviennent plus fréquentes. Les besoins de refinancement des actifs immobiliers ou des entreprises confrontées à des échéances de dette importantes offrent aux fournisseurs de liquidité des opportunités considérées comme particulièrement attractives, à condition de rester disciplinés et sélectifs.

Nous considérons l'investissement en crédit immobilier comme une tendance de long terme en Europe, qui offre une opportunité attractive pour s'exposer à l'immobilier dans un format ajusté au risque jugé attractif, sur un marché relativement moins abondant comparé, par exemple, aux États-Unis.



Conclusion

Cet environnement sans précédent pour l'investisseur sera synonyme de fortes dispersions de marché : il faudra plus que jamais favoriser le travail d'analyse fondamentale et de sélection de valeurs. Tikehau Capital se distingue par une culture d'investissement rigoureuse et un très haut niveau de sélectivité (seuls 5% des projets étudiés aboutissent à un financement⁴²). Forts de plus de deux décennies d'expérience dans l'allocation de capital sur les marchés privés et cotés, nous sommes convaincus que, dans l'environnement actuel, seuls les gestionnaires capables de maintenir une discipline stricte devraient être en mesure de générer de la performance.



■ tikehaucapital.com

Ce document ne constitue pas une offre de vente de titres ni des services de conseil en investissement. Ce document contient uniquement des informations générales et n'est pas destiné à représenter des conseils en investissement généraux ou spécifiques. Les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des résultats futurs et les objectifs ne sont pas garantis. Certaines déclarations et données prévisionnelles sont basées sur les prévisions actuelles, les conditions actuelles de marché et la situation économique actuelle, les estimations, projections, et les opinions de Tikehau Capital et/ou de ses sociétés affiliées. En raison de divers risques et incertitudes, les résultats réels peuvent différer matériellement de ceux reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives ou dans toute étude de cas ou prévision. Toutes les références aux activités de conseil de Tikehau Capital aux États-Unis ou à l'égard de ressortissants américains concernent Tikehau Capital North America.