

OCTOBRE 2023

CIO letter TO



**Thomas
FRIEDBERGER**
Directeur général
adjoint & Co-CIO
de Tikehau Capital

EUROPE, *THE FINAL COUNTDOWN*: RÉFLEXION SUR LES ENJEUX DE SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE

Depuis le retour de la guerre sur le sol européen, cumulé aux effets néfastes de la pandémie de COVID-19 sur le modèle économique du continent très ouvert au reste du monde, l'expression de "souveraineté européenne" revient très fréquemment dans la rhétorique des dirigeants et leaders d'opinion. Pourtant, au vu de notre histoire, cette expression pourrait résonner comme un oxymore. Dans le dictionnaire, la souveraineté se définit comme l'exercice du pouvoir sur une zone géographique et sur la population qui l'occupe, ou encore comme le caractère d'un État qui n'est soumis à aucun autre État. La souveraineté concerne donc à priori des États, alors que l'Europe n'en est elle-même pas un. Mais ce n'est pas tout : elle est composée d'États qui se sont affrontés pendant des siècles durant, tant militairement et culturellement qu'économiquement, le tout pour leur propre souveraineté. Le fait même de parler de souveraineté européenne s'apparente donc effectivement à un oxymore. Si l'Union Européenne avait un pouvoir sur les peuples d'Europe, les États qui la composent ne seraient alors pas souverains. Il convient donc de considérer cette notion de souveraineté comme elle pourrait être redéfinie au XXI^e siècle, dans un contexte où le monde entier est relié par des échanges qui certes sont en contraction mais continueront d'exister. La « souveraineté 2.0 », c'est-à-dire celle qui pourrait exister en 2023 pour des grandes puissances comme la Chine, les États-Unis, ou l'Inde, pourrait signifier la capacité à échanger avec ses partenaires en appliquant sur son sol

et dans ses relations avec les autres ses propres principes, et sans devoir dénaturer ses valeurs. Cela suppose à la fois un certain degré d'autonomie, de résilience de son système économique et de rayonnement culturel, scientifique et académique. Même s'il est illusoire d'envisager pour un État au XXI^e siècle une autonomie parfaite, la souveraineté suppose au minimum que les dépendances des autres dans certains domaines soient compensées par une réciprocité. C'est comme cela que nous considérerons dans cette lettre la notion de souveraineté européenne ; et lorsqu'elle est définie de cette manière, au vu de l'histoire du continent, de ses valeurs et de sa situation actuelle, l'Europe doit en effet légitimement prétendre à construire cette souveraineté. L'objet de cette lettre est de montrer en quoi cette notion sera génératrice de valeur économique significative pour l'investisseur.

Dans ce contexte historique, comment une politique de souveraineté européenne peut-elle émerger ? Comment peut-elle perdurer ? Quelle valeur économique peut-être générée par une telle dynamique ? En quoi une telle politique peut-elle consister concrètement ?

Nous tenterons de faire la lumière sur ces questions, pour conclure que **l'Europe représente probablement une opportunité d'investissement unique dans le contexte des changements structurels radicaux qui affectent l'économie mondiale**. Le titre de cette lettre est bien plus qu'une référence musicale pour les fans des années 1980. Au-delà, son « countdown » fait référence au compte à rebours qui nous est imposé par l'urgence climatique et dans lequel notre modèle de développement est enfermé. Nous expliquerons pourquoi **l'Europe dispose d'atouts majeurs dans ce contexte pour prendre en main la mise en place d'un modèle économique plus durable, qui en retour saura assurer sa souveraineté et générer une valeur financière considérable pour les investisseurs, qui choisiront d'allouer une partie de leur capital sur ce continent**.

LA SOUVERAINETÉ EST-ELLE VRAIMENT LA SOLUTION À NOS PROBLÈMES ?

La question est légitime dans la mesure où, au niveau mondial, un retour de la souveraineté peut apparaître comme un paradoxe. À cet instant clé de l'histoire de l'humanité, où le besoin de trouver des solutions communes est primordial si l'on veut pallier la menace d'autodestruction (collaboration internationale, partage des savoirs et réforme de la propriété intellectuelle, décloisonnement de la connaissance, interdisciplinarité), le repli des économies sur elles-mêmes que sous-entend la prévalence de la souveraineté ne semble pas constituer une solution viable. Pourtant, il se pourrait que la solution globale passe par une somme de solutions locales, sachant que la construction de résilience est la seule solution possible pour répondre aux excès du capitalisme mondialisé, ce dernier ayant généré cette vulnérabilité par une suroptimisation organisationnelle, sociale, financière et fiscale dont le seul objectif fut la création de valeur pour les actionnaires. En effet, nous mentionnions dans notre précédente lettre¹ que la relocalisation des écosystèmes économiques pourrait engendrer le retour du facteur humain dans l'économie. Or notre conviction reste que le retour du facteur humain dans l'économie est la seule solution viable pour l'évolution de notre système vers un modèle durable, et donc permettant d'éviter l'autodestruction. Le capitalisme mondialisé dans sa forme actuelle (une recherche de croissance infinie rendue possible par la baisse

continue des taux d'intérêt depuis près de 40 ans et la suroptimisation permise par la mondialisation) dysfonctionne au point de menacer la présence humaine sur cette planète. Ce modèle a dégradé la biodiversité, le climat, il a creusé les inégalités tout en créant des bulles spéculatives et une mauvaise allocation de capital. En privilégiant l'efficacité sur la résilience, ce modèle a hypothéqué le long terme au bénéfice du court terme. La démondialisation et les taux d'intérêt plus élevés feront que la recherche de résilience dominera au cours des 20 prochaines années. En conséquence, le cycle de croissance sera plus faible et moins optimisé, utilisant moins l'effet de levier et nécessitant la prise en compte de l'épuisement des ressources naturelles. Les critères extra-financiers seront prédominants dans la génération de performance financière, représentant une excellente nouvelle dès lors que l'orientation du capital vers l'investissement vertueux ne pourra se faire de manière significative que si ces investissements sont financièrement rentables.

Face à ce nouveau paradigme qui fait rimer mondialisation avec vulnérabilité, les entreprises doivent générer davantage de résilience : rapprocher la production du consommateur au lieu de la localiser dans les pays où les coûts sont les plus bas, payer leurs impôts dans les juridictions où elles opèrent, opérer avec des coussins de capitaux propres plus importants et moins de levier pour faire face à l'incertitude. La « relocalisation » et le retour des

¹. Tikehau CIO letter – Développement économique, mur climatique et facteur humain. Troisième partie : vivant, mai 2023

4 écosystèmes locaux permet d'évoluer vers un modèle de croissance plus durable, moins optimisé. Pour créer cette résilience, les entreprises, les services publics et les États doivent investir en masse dans un certain nombre de domaines qui, parce qu'ils vont concentrer des besoins d'investissements considérables, constituent des mégatendances de croissance forte dans un monde de croissance faible. Cette recherche de résilience passe par la création d'écosystèmes plus locaux, avec une relocalisation de la production de biens et de services plus proche du consommateur. Elle sous-entend également une fiscalité dans les pays où le business est opéré et des niveaux de fonds propres moins optimisés pour faire face à l'incertitude. L'ère de l'ingénierie financière est révolue. Les entreprises et les États qui ne sauront pas se montrer cohérents sur le long terme subiront une contreperformance financière.

Depuis la première révolution industrielle il y a 250 ans de cela, et surtout depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la croissance économique a été générée certes par des gains de productivité mais aussi et surtout par le creusement de deux types de dettes : la dette financière et la dette écologique. En effet, la création monétaire² et l'exploitation massive des ressources de notre planète ont été nécessaires pour créer une grande partie de la valeur économique. Ce modèle de développement mondialisé et centré sur la culture occidentale a privilégié l'efficacité plutôt que la résilience, le global plutôt que le local, les prix plus bas plutôt que les salaires

plus hauts, les entreprises plutôt que les individus, la norme plutôt que l'humain. Nous avons essayé de montrer dans nos précédentes lettres comment la réintroduction du facteur humain dans l'économie pourrait offrir une voie non seulement vers un système économique plus durable, mais aussi vers une réunification des connaissances permettant, en considérant l'humanité comme un tout, une élévation de la conscience. Nous avons déjà souligné dans ces lettres notre conviction quant à l'importance des écosystèmes locaux. Pas seulement d'un point de vue purement économique et financier mais aussi social, environnemental et de gouvernance. Car qu'on le veuille ou non, la reconnexion au vivant a des implications fortes sur le « business » : l'aspect social recrée du lien humain (connaître son locataire, son emprunteur) et redonne une place aux solidarités locales (entraide, économie solidaire, satisfaction de produire et consommer local), l'aspect environnemental est pour des raisons désormais évidentes un mitigateur de risque financier (économies d'énergie, coût d'assurance, coût du capital dans un contexte de croissance de l'ESG), et l'aspect de gouvernance s'avouera primordial pour bien allouer le capital dans un contexte de démondialisation et de relocalisation des écosystèmes. **Dans ce contexte, la notion de souveraineté économique reprend son sens. Une souveraineté 2.0 qui ne consiste pas à se replier sur la notion de nation mais plutôt à construire localement la résilience dont le monde a besoin**

2. Tikehau CIO letter – Les QE sont éternels...Acte2, décembre 2019

pour passer le cap de l'adoption d'un modèle économique durable, avec en cas de succès local, la satisfaction de voir d'autres zones géographiques adopter le même modèle. La souveraineté 2.0 suppose donc la continuation du dialogue et de la coopération entre les zones géographiques, tout en reconstruisant des écosystèmes locaux plus robustes pour faire face aux chocs tels que ceux imposés par la crise sanitaire la COVID ou encore la guerre en Ukraine.

Cette souveraineté 2.0 semble s'imposer pour plusieurs raisons. Tout d'abord il paraît impossible en 2023 d'être souverain sur tout. Le coût en serait beaucoup trop élevé. Même les États-Unis et la Chine n'y parviendront pas malgré tous leurs efforts. Pourquoi ? Parce que la souveraineté totale suppose une guerre permanente pour les ressources naturelles, guerre dont le coût serait beaucoup trop élevé. Malgré la montée des tensions entre les États-Unis et la Chine d'une part et plus généralement, entre tous les grands blocs économiques d'autre part, une forme de coopération demeurera nécessaire pour éviter une guerre totale pour les ressources qui, en plus de coûter trop cher, mènerait rapidement à l'épuisement total desdites ressources et donc à l'autodestruction. Le coût de cette initiative supposerait en outre pour les États-Unis comme pour la Chine un endettement accru, qui à son tour entraîne la nécessité de faire financer cette dette par des investisseurs étrangers (principalement leurs propres partenaires commerciaux), allant à l'encontre même de cette recherche d'autonomie. Ensuite, et toujours pour des



UNE SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE EST-ELLE CONCRÈTEMENT POSSIBLE ?

raisons de coûts, la transition énergétique sur le long terme nécessite de la coopération internationale. À court terme, il est possible de transformer le système existant avec des technologies éprouvées (« low tech »). Mais sur le long terme, l'avènement de nouvelles sources d'énergie telles que la fusion nucléaire nécessite des financements trop importants pour une seule nation. Finalement, l'excès de dette de par le monde (la dette totale étant d'environ trois fois le PIB mondial) que Ray Dalio³ décrit comme la fin d'un cycle économique long est peut-être une chance... Celle de dissuader n'importe quel pays de céder à la tentation de l'autarcie. **Dans ce contexte, il paraît possible pour l'Europe de transcender la notion de souveraineté étatique pour construire une souveraineté 2.0 au niveau de l'Union Européenne qui, nous en sommes convaincus, créera une valeur économique considérable pour l'investisseur.**

Nous venons d'exprimer la conviction qu'une souveraineté Européenne faisait sens dans le nouveau contexte économique. Mais une souveraineté européenne est-elle concrètement possible ?

3. Principles for dealing with the Changing World Order – Ray Dalio, 2021

SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE OU UNION DE NATIONS SOVERAINES ?

Après avoir dominé le monde de la Renaissance à la Première Guerre mondiale, l'Europe a façonné l'économie mondiale à son image. Son déclin depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale semble s'accélérer au XXI^e siècle avec l'émergence de la rivalité entre États-Unis et Chine pour l'hégémonie économique et monétaire. Des trois grandes zones économiques, l'Europe est celle qui a le plus souffert de la mondialisation, bien qu'elle reste à date la plus grande zone économique du monde : les 27 États membres de l'Union Européenne en 2021 représentent 14 % du commerce mondial de biens (à la deuxième place derrière la Chine) et 21 % du PIB mondial (à la deuxième place derrière les États-Unis⁴). L'hétérogénéité de son marché domestique et l'absence de matières premières abondantes sur son territoire en ont fait la zone la plus ouverte au commerce mondial. Alors que les États-Unis ont atteint l'indépendance énergétique et bénéficient d'une domination technologique, militaire et monétaire, et que la Chine bénéficie de la taille de son marché intérieur, de sa domination sur l'intelligence artificielle et sur un grand nombre de chaînes d'approvisionnement dont celle du raffinage de métaux stratégiques, l'Europe apparaît par comparaison comme le parent pauvre des trois grands blocs économiques. Pourtant, nous allons montrer pourquoi nous pensons que l'Europe pourrait bénéficier de la démondialisation pour renforcer son écosystème local et générer un potentiel de valeur considérable.

Pour se faire, il paraît opportun de revenir sur les raisons pour lesquelles les civilisations européennes ont pris le dessus sur les autres via la conquête et la colonisation, pour arriver à dominer le monde après la Renaissance.

Dans son livre *Naissance et déclin des grandes puissances*⁵ Paul Kennedy part de l'analyse des différentes forces en présence au début du XVI^e siècle sur le continent. Cette période est celle que beaucoup d'historiens choisissent pour marquer le début de l'époque moderne, pour tenter d'expliquer pourquoi l'Europe a pu, à ce moment-là, prendre l'avantage et dominer tous les autres empires du monde. Vers 1500, les grands pôles de puissance étaient la Chine des Ming, l'Empire ottoman, l'empire moghol en Inde, la Moscovie, le Japon des Tokugawa et le groupe d'États du centre et de l'ouest de l'Europe. Mis à part ce dernier groupe, toutes les autres puissances étaient centralisées au point que le pouvoir imposait l'uniformité des croyances et des pratiques dans la religion, le commerce ou encore l'armement. L'isolement des élites, le conservatisme et la répression contre toute initiative non centralisée eurent raison de la capacité de ces autres empires à innover. Face à ces grands empires orientaux que les récits de voyageurs décrivaient comme dotés d'extraordinaires richesses et d'une puissance militaire certaine dont l'Europe fit les frais plusieurs fois – dont en 1453 lors de la prise de Constantinople par les Ottomans –, l'Europe paraissait fragmentée. C'est la compétition entre les différents royaumes, accentuée par la diversité religieuse apportée par la Réforme luthérienne, qui a stimulé

4. Source : Eurostat

5. *Naissance et déclin des grandes puissances* - Paul Kennedy, 1987

“

L'ORDRE WESTPHALIEN PREND LA MULTIPLICITÉ COMME PRINCIPE

l'innovation et l'esprit d'entreprise qui ont entraîné la région dans un cercle vertueux de croissance économique et de progrès militaire donnant place à la colonisation du monde.

La chute de l'Empire romain avec l'abdication de son dernier empereur en 476 sonna le glas de l'unité européenne : plus jamais ensuite les peuples européens ne purent se réunir. L'absence de connectivité des fleuves européens fut un obstacle géographique au développement du commerce (alors que le réseau du Mississippi constitue le plus grand réseau de voies navigables au monde) et donc à l'unité continentale, en particulier dans le cas de la barrière du Rhin. L'émergence du protestantisme acheva ensuite tout espoir d'unité religieuse. Alors que la Chine présentait par exemple une unité culturelle indiscutable au Moyen Âge, l'Europe dut composer avec un équilibre entre des puissances nationales fluctuant au gré des guerres et des alliances.

Dans *L'ordre du monde*⁶, l'ancien secrétaire d'État de l'administration Nixon, Henry Kissinger, souligne l'importance de l'épisode de la Paix de Westphalie de 1648 dans l'histoire de l'Europe et du monde. Après plusieurs décennies de conflit, la France et la Suède acceptèrent de négocier avec le Saint-Empire romain germanique. Ce traité instaure l'État, et non la religion, l'empire ou la dynastie, comme élément fondamental de l'ordre européen. **Le concept de souveraineté étatique est né là.** Le traité reconnaît le droit

de chacun des signataires à disposer de sa propre organisation intérieure et de sa propre orientation religieuse. Des clauses précisaient même que les confessions minoritaires puissent pratiquer leur foi en paix. En cela, **la paix de Westphalie instaure les principes d'un système de relations internationales fondées sur la reconnaissance mutuelle des États souverains, régis par des règles et des limites, plutôt que sur la domination d'un seul pays.** L'ordre westphalien prend la multiplicité comme principe. À partir de là, l'Église catholique perdit toute légitimité dans une quelconque quête d'unification de l'Europe qui passerait par l'écrasement du protestantisme. Sur le plan diplomatique, le traité n'envisage aucune réunification de l'Europe sur des bases religieuses. Unité qui dès lors, ne peut se faire que par la force militaire. Ainsi, Napoléon sera le premier souverain européen à tenter l'unification sans se réclamer de la légitimité de l'Église romaine. Il se couronna lui-même refusant l'adoubement par l'Église qui permit avant lui à Charlemagne ou Charles Quint de revendiquer le contrôle du continent européen. Il sera plus tard imité par le régime nazi, qui produira le même résultat : l'échec.

L'Europe a donc toujours évolué autour d'un équilibre mouvant entre les puissances régionales, cet équilibre évoluant au gré des conflits armés qui finirent par l'affaiblir vis-à-vis des

6. *L'ordre du monde* - Henry Kissinger, 1979

États Unis, une puissance émergente au XIXe siècle et dominante au XXe siècle en partie grâce à la préservation de son territoire protégé par les barrières naturelles océaniques. À l'inverse de l'Europe, les États-Unis ont rapidement intégré la notion d'unité nationale autour de la guerre d'indépendance et n'ont connu qu'une seule guerre civile (la guerre de Sécession de 1861 à 1865). Quant à la Chine, l'unité du peuple est ancrée dans sa culture ancestrale et son passé glorieux d'empire qui était autrefois le plus grand au monde. Pour certains Chinois, l'unité du peuple est plus importante que les libertés individuelles.

Depuis la chute de l'Empire romain, l'Europe n'est jamais parvenue à l'unité. **Depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale, la notion d'Europe unie s'est construite non pas sur un sentiment d'appartenance à une culture commune comme c'est le cas aux États-Unis ou en Chine, mais plutôt sur la peur de voir l'histoire se répéter après deux guerres meurtrières ayant mis le continent à genoux.** En cela, l'Union Européenne est un succès puisqu'elle a éloigné les conflits armés du continent, jusqu'à ce que la guerre de Yougoslavie et surtout l'actuel conflit russo-ukrainien voient le jour. Ce conflit marque la résurgence du sentiment européen au sein de l'Union, forçant les partis extrémistes un peu partout sur le continent à revoir leur position vis-à-vis d'une éventuelle sortie de l'Union Européenne en cas de victoire aux élections. **Dans ce contexte, il existe probablement un terreau propice à la construction légitime d'une souveraineté européenne.**

GUERRE EN UKRAINE ET SENTIMENT EUROPÉEN

Arrêtons-nous un instant sur la résurgence de ce sentiment européen car bien évidemment, le succès d'une potentielle souveraineté européenne ne pourra perdurer que si l'Europe bénéficie d'un niveau d'adhésion très fort de la part de ses peuples.

Or les partis politiques des pays européens ont souvent utilisé l'Europe comme bouc émissaire pour masquer leurs propres problèmes. Plusieurs partis de gouvernement ont souvent blâmé l'Europe auprès des électeurs pour se défaire de leur impuissance à apporter des solutions aux effets de la mondialisation. Parallèlement, les partis politiques et les lobbies sectoriels ont doté l'Union Européenne d'institutions complexes, d'une part pour l'empêcher de s'immiscer dans les affaires nationales, et d'autre part pour permettre une ouverture commerciale du marché européen dans un contexte de libre-échange et de mondialisation. De leur côté, les partis extrémistes ont utilisé la structure bureaucratique européenne comme un épouvantail menaçant la souveraineté des peuples. La survie du sentiment européen issu de la mémoire des horreurs des guerres du XXe siècle n'était donc a priori pas évidente. Mais le retour aujourd'hui de la guerre sur le sol européen change la donne.

Concentrons-nous maintenant sur la situation de l'Allemagne. Dans son livre, *The Shortest History of Germany*⁷, James Hawes mentionne que la situation géographique de Berlin permet à

7. *The Shortest History of Germany* – James Hawes, 2017

l'Allemagne de changer de direction en focalisant ses efforts aussi bien vers l'Ouest que vers l'Est. Après la Deuxième Guerre mondiale, l'Union Européenne et l'OTAN ont permis à l'Allemagne de rester ancrée à l'Ouest. **Mais c'est bel et bien la situation à l'est du territoire allemand qui reste déterminante dans l'orientation politique du pays.** Historiquement, les partis extrémistes allemands ont toujours trouvé leur terreau électoral dans l'ancienne Prusse, soit à l'est du territoire. Hitler a été élu en 1933 avec un vote prussien massif. À chaque fois que la Prusse a cédé à la tentation du vote extrême, l'Europe a subi une période d'instabilité politique ayant souvent mené à la guerre. C'est peut-être la raison pour laquelle l'ancien vice-chancelier et ministre des affaires étrangères écologiste Joschka Fischer avait publié en octobre 2016 un article intitulé « L'occident au bord du basculement »⁸ soulignant qu'il existe un point commun entre le parti d'extrême droite Alternative für Deutschland (« alternative pour l'Allemagne ») et le parti d'extrême gauche Die Linke (« la gauche ») : le rejet de l'ancrage à l'ouest et le retour vers le partenaire naturel russe. Au moment de quitter la chancellerie Allemande en 1998, Helmut Kohl prononça un discours lourd de sens en précisant qu'il était le dernier chancelier allemand à avoir connu l'horreur de la guerre. En 2012, le journal Bild⁹ publiait une interview d'Helmut Kohl dans laquelle il faisait part de sa crainte que la crise financière ne fasse resurgir parmi les jeunes générations allemandes la tentation de remettre en question l'ancrage de l'Allemagne dans l'Union Européenne, rappelant le principal héritage de 65 ans d'unité européenne : la paix. **Or la guerre en Ukraine coupe l'Allemagne de la**

tentation du rapprochement continental avec la Russie. De ce point de vue, la guerre russo-ukrainienne représente une opportunité pour que l'Allemagne s'ancre dans l'Union Européenne avec une forte adhésion de sa population.

Dans les autres pays de l'Union, la faiblesse de la croissance économique et la progression des inégalités aboutit à un affaiblissement des classes moyennes et à la création de zones géographiques en voie de désertification économique, avec comme conséquence l'arrivée au pouvoir de partis plus nationalistes, ou en tous cas plus extrêmes dans leur rapport avec l'Union Européenne. Mais là encore, le conflit russo-ukrainien a considérablement renforcé la cohésion européenne. Dès les premières heures du conflit, les dirigeants européens ont non seulement fait bloc, mais la population a également exprimé un profond sentiment d'appartenance commune forçant même les partis d'extrême droite comme d'extrême gauche, en France et en Italie notamment, à revoir leurs positions sur les questions européennes, de façon à exclure totalement l'idée de sortie de l'Union ou même d'abandonner la monnaie unique.

Le retour de la guerre en Europe a donc renforcé le sentiment européen des peuples et forcé des partis politiques moins « européens » à faire des concessions à l'Europe, en cas d'arrivée au pouvoir dans les années à venir (ou actuellement au pouvoir concernant l'Italie).

8. *L'occident au bord du basculement* - Joschka Fischer, 3 octobre 2016 - <https://www.project-syndicate.org/commentary/western-elections-trump-le-pen-merkel-by-joschka-fischer-2016-10/french?barrier=accesspaylog>
9. *Wie soll das Europa der Zukunft aussehen?* - Helmut Kohl pour le journal Bild, 27 février 2012

UNE OPPORTUNITÉ D'INVESTISSEMENT UNIQUE DANS UNE ÉCONOMIE EN VOIE DE DÉMONDIALISATION

Le point d'inflexion atteint dans la mondialisation ouvre sur le continent européen une opportunité d'investissement unique. Cette conviction peut sembler contre-intuitive dans la mesure où l'Europe n'a jamais semblé aussi vulnérable : dépendance énergétique vis-à-vis de la Russie, divisions matérialisées par le Brexit, part importante des exportations dans l'économie, pressions américaines pour limiter le développement des relations avec la Chine, dépendance du dollar pour son commerce. Pourtant, la démondialisation qui s'accélère pourrait offrir à l'Europe une occasion unique de retourner ces inconvénients en avantages avec comme conséquence une forte création de valeur potentielle pour les investisseurs par rapport à d'autres zones géographiques. Pourquoi cela ?

Des trois grands blocs économiques, l'Europe est de loin celui qui dépend le plus des exportations. Et pour cause, alors que les entreprises américaines et chinoises peuvent se développer sur un marché domestique vaste et homogène, les entreprises européennes doivent batailler pour se développer dans la zone euro en dehors de leur pays d'origine. C'est probablement une des raisons pour lesquels l'Europe n'a pas de grand champion de la technologie. Amazon, Google, Tencent ou Alibaba ont pu accéder à de gigantesques marchés domestiques de la donnée. Mais l'équivalent espagnol de ces sociétés ne peut pas accéder facilement aux données allemandes

“

LE POINT D'INFLEXION ATTEINT DANS LA MONDIALISATION OUVRE SUR LE CONTINENT EUROPÉEN UNE OPPORTUNITÉ D'INVESTISSEMENT UNIQUE

ou italiennes. Dans certains secteurs comme celui des transports, les institutions européennes ont également considéré l'émergence de champions européens comme une menace à la concurrence. Les champions européens se sont tournés vers l'exportation sans bénéficier d'une base domestique forte à l'échelle continentale.

Or la tendance à la démondialisation accélère avec les tensions entre les États-Unis et la Chine, la crise de la COVID et le conflit russo-ukrainien. Dans ce contexte, la création de résilience passe par le renforcement d'écosystèmes plus locaux. C'est là que la taille du marché domestique prend une importance particulière. L'Union Européenne est un marché de près de 450 millions d'habitants, soit un tiers de plus qu'aux États-Unis. L'absence de marché domestique homogène a renforcé la nécessité pour les entreprises européennes en forte croissance de recourir au capital développement (private equity). Faire entrer au capital un partenaire capable d'épauler un champion national dans sa stratégie de développement européenne est une alternative que des centaines d'acteurs de taille moyenne peuvent envisager. Si ce partenaire apporte non seulement du capital patient mais aussi un réseau

de relations dense dans les pays cible et une expertise opérationnelle locale, une valeur économique considérable peut être générée en Europe comme cela a déjà été le cas aux États-Unis. Et il s'avère que les entreprises de taille intermédiaire représentent en Europe environ un tiers des emplois et un tiers du produit intérieur brut. Le potentiel de création de valeur est donc très significatif. Dans un monde où « local » rime avec résilience et « mondial » avec fragilité, l'Europe jouit d'un potentiel de rattrapage considérable pour les investisseurs souhaitant accompagner des réussites entrepreneuriales dans le développement de leur activité, et ce sur l'ensemble du marché domestique du continent. La démondialisation fait de la taille du marché européen une zone d'investissement incontournable. **Dans ce contexte, les financements d'acquisition par la classe d'actifs dette privée sont particulièrement attractifs. Financer des entreprises de taille intermédiaire en forte croissance permet de créer des champions européens, garantissant à cette classe d'actifs une croissance significative sur le continent.**

De plus, l'Europe reste l'une des zones les plus stables de la planète sur le plan politique, magnifiant le succès de la construction européenne de ce point de vue. Malgré tous les défis auxquels le vieux continent est confronté au XXI^e siècle, l'Europe reste une terre d'investissement unique et continue d'attirer les capitaux du monde entier. La culture d'investissement et d'entrepreneuriat y sont aussi profondes qu'entretenues par une histoire riche et un système

éducatif performant. Les jeunes diplômés européens, souvent multilingues et bien formés, s'exportent bien. Les systèmes juridiques qui encadrent les flux économiques sont stables. La démondialisation, couplée à la fin du long cycle de baisse des taux d'intérêt, s'accompagne d'une augmentation de la dispersion des trajectoires entre les zones géographiques, représentant un vecteur d'incertitudes. La stabilité européenne, malgré une croissance économique potentielle moins forte que dans d'autres régions, en fait une zone d'investissement incontournable.

Enfin, l'Europe reste à ce jour l'une des seules alternatives pour un allocataire d'actifs global cherchant à déployer des encours significatifs de capital en diversifiant son portefeuille en dehors du seul continent américain. En ce sens, la profondeur, la liquidité, la diversité et la stabilité du marché européen représentent une alternative quasiment unique à l'Amérique du Nord dans une perspective de diversification d'un portefeuille global.

Le potentiel européen est donc identifié et cela n'est pas un hasard si une grande majorité des principaux allocataires d'actifs mondiaux, des fonds souverains aux fonds de pension, cherchent à augmenter la part de l'Europe dans leurs investissements. C'est maintenant au tour de l'Europe de montrer son potentiel en tirant avantage de la démondialisation pour construire un modèle plus résilient et donc plus créateur de valeur. À quoi devrait donc ressembler la souveraineté européenne ?

Souveraineté 2.0, version européenne

« Create, don't compete »¹⁰. Tel pourrait être la condition du succès d'un effort de souveraineté européenne. À l'heure où les entreprises s'interrogent sur leur raison d'être, il pourrait être intéressant de faire l'exercice à l'échelle de l'Union Européenne. Les États-Unis et la Chine font le pari de la domination technologique, monétaire et militaire pour conserver ou prendre le leadership économique mondial. Pour l'Europe, entrer en compétition sur ce plan est assurément assorti d'une forte probabilité d'échec.

Il ne faut pas se leurrer : en 2023, la souveraineté n'est synonyme d'autonomie pour aucun pays ou aucune zone géographique et nous avons expliqué pourquoi dans cette lettre. Cette obligation de maintenir un certain niveau d'échanges internationaux et de collaboration scientifique et technologique garantit d'ailleurs que la paix puisse perdurer sur une majorité du territoire planétaire. Car l'absence de dialogue mène à la guerre. Ainsi pour l'Europe, il sera difficile de se passer de la Chine pour l'accès aux terres rares raffinées nécessaires à la

construction de batteries électriques, tout comme il semble irréaliste de se passer des États-Unis pour le cloud ou les semiconducteurs nécessaires à l'implémentation de l'intelligence artificielle. **La souveraineté européenne ressemble donc plus d'une part à un renforcement de la résilience du système économique, et d'autre part à la création de pôles d'excellence dont les autres puissances se rendront dépendants. La dépendance de la Chine et des États-Unis est donc acceptable si l'Europe parvient à se rendre indispensable en retour à ces pays et aux autres grandes puissances dans d'autres domaines. Et cela ne sera possible qu'à l'échelle du continent entier, d'où la nécessité absolue de créer des champions européens à partir de champions nationaux dans les domaines d'excellence que nous aurons choisis.**

Intéressons-nous à ces deux aspects de la souveraineté européenne : créer des domaines de leadership mondial, et augmenter la résilience.

¹⁰. Créer, ne pas se confronter

“

SUR LA PRISE EN COMPTE DES CRITÈRES EXTRA-FINANCIERS, L'EUROPE A CLAIREMENT UNE LONGUEUR D'AVANCE

DANS QUELS DOMAINES L'EUROPE BÉNÉFICIE-T-ELLE D'UN LEADERSHIP MONDIAL ?

Dans un contexte de croissance plus faible car moins optimisée que représentera l'environnement économique des prochaines décennies, deux conditions seront nécessaires à la génération de performance financière : la prise en compte de critères extra-financiers d'une part et le positionnement sur les quelques « mégatendances » structurelles de croissance d'autre part. Chaque grande puissance économique cherche à se positionner sur les différentes mégatendances de croissance. Mais sur la prise en compte des critères extra-financiers, l'Europe a clairement une longueur d'avance.

L'EXTRA-FINANCIER, CRÉATEUR DE VALEUR FINANCIÈRE

En quoi la prise en compte de critères extra-financiers crée de la valeur financière ? Nos trois précédentes lettres¹¹ détaillent cette conviction forte qui sous-tend la politique d'investissement de Tikehau Capital. Ignorer les critères extra-financiers sera non seulement destructeur de valeur financière mais aussi générateur de risques financiers considérables. Les entreprises non performantes sur la base de critères extra-financiers ont déjà accès à des montants de capitaux disponibles plus réduits. Leurs coûts de financement et leurs coûts du capital augmentent, créant un désavantage compétitif massif par rapport à leurs concurrents plus performants sur ces critères. Nous le constatons dans nos activités d'investissement en dette (dette privée, comme

dette traitant sur les marchés de capitaux) et en capital (en private equity, comme en actions cotées), mais aussi en immobilier et en infrastructures. Les primes d'assurance des mauvais élèves augmentent également rapidement, et la tendance accélère. Les mesures traditionnelles de croissance et de risques ne sont plus valides, car elles ne tiennent pas compte de l'impact de la destruction de valeur amenée par l'exploitation du travail et des ressources finies. Le refus de considérer de nouvelles mesures est aujourd'hui rattrapé par la réalité : **la suroptimisation permise par la baisse continue des taux d'intérêt et la mondialisation accroît les marges, mais fragilise le système et augmente le risque pour finalement menacer de détruire plus de valeur que ce système n'en crée. La crise de la COVID le montre bien et sonne d'ailleurs comme un avertissement. Le changement climatique et l'instabilité sociale qu'elle génère détruiront encore bien plus de valeur.** Enfin, la performance sur la base de critères extra-financiers pourrait, à relativement court terme, procurer aux entreprises une prime de valorisation. En plus de concentrer la croissance forte, les secteurs permettant la création de résilience dans l'économie devraient être assortis de multiples valorisations plus élevées.

Alors quelles sont les barrières à l'entrée dans ce domaine ? D'abord, il est à souhaiter qu'elles ne soient pas trop fortes, de manière à ce que les autres grandes puissances économiques puissent converger lorsque les preuves

¹¹. Tikehau CIO letters : Développement économique, mur climatique et facteur humain – partie 1 : Human After All, septembre 2022 – Partie 2 : Le Bon, la brute et le truand, janvier 2023 – Partie 3 : Vivant, mai 2023

de la création de valeur seront assez fortes. Mais ces barrières existent d'abord parce que comme dans toute stratégie d'investissement, l'historique (le fameux « track record ») compte. Ensuite, il est probable que la prise en compte du facteur humain dans l'économie soit plus facile dans des zones non dirigées de manière autoritaire, c'est-à-dire des démocraties. Or, aux États-Unis (pour le moment), l'ancrage fort de la croyance indéfectible dans le modèle capitaliste libre échangiste sera probablement un frein au développement d'un modèle de croissance centré sur l'humain. Nous entretenons l'espoir que cette dynamique pourra changer, mais elle nécessitera probablement plus de temps qu'en Europe.

La démondialisation ouvre donc à l'Europe une voie alternative : la construction d'un modèle de croissance durable, plus local, permettant à ses entreprises de se développer sur l'ensemble du vaste marché européen. En s'affirmant comme leader mondial de l'investissement durable et de la transition énergétique, l'Europe validera son modèle de croissance et continuera son intégration. Or les preuves matérielles s'accumulent et montrent que non seulement l'ignorance de l'extra-financier détruit la valeur financière, mais aussi que l'intégration de l'extra-financier crée de plus en plus de valeur financière. **Voilà pourquoi, au risque de prendre le contrepied du consensus en vogue actuellement, nous affirmons notre conviction qu'investir en Europe, zone leader sur la prise en compte de l'extra-financier, représente une opportunité unique de création de valeur.**

Nous avons mentionné au début de ce paragraphe l'autre condition pour la création de valeur financière forte dans un environnement de croissance faible, à savoir le positionnement sur les quelques « mégatendances »

“

EN S’AFFIRMANT COMME LEADER MONDIAL DE L’INVESTISSEMENT DURABLE ET DE LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE, L’EUROPE VALIDERA SON MODÈLE DE CROISSANCE ET CONTINUERA SON INTÉGRATION

structurelles de croissance. En se positionnant sur ces mégatendances, l'investisseur peut entrevoir des espérances de rendement en ligne avec ce que l'industrie du private equity a su générer lors des dernières décennies, dans un environnement de baisse continue des taux d'intérêts et de fort appétit pour le risque. Bien évidemment, toutes les grandes puissances économiques cherchent à se positionner sur ces mêmes mégatendances. **Nous en identifions deux sur lesquelles l'Europe est parfaitement positionnée pour créer plus de valeur financière qu'ailleurs dans le monde : la transition énergétique et le financement d'acquisition visant à créer des champions européens à partir de champions nationaux.**

LE FINANCEMENT D'ACQUISITIONS PAR LA DETTE PRIVÉE

Le financement des entreprises de taille intermédiaire est un sujet stratégique pour l'Europe. Ces entreprises représentent une part significative du PIB et des emplois de la région. Dans ce domaine, le financement direct par un fonds de dette privée offre une alternative aux émetteurs, entre émission obligataire sur les marchés de capitaux et emprunts proposés par les banques. Ce marché global de plus de mille cinq

“

INVESTIR EN EUROPE, ZONE LEADER SUR LA PRISE EN COMPTE DE L'EXTRA-FINANCIER, REPRÉSENTE UNE OPPORTUNITÉ UNIQUE DE CRÉATION DE VALEUR

cent milliards de dollars, dont un tiers en Europe, est en pleine expansion sur le vieux continent. Il vise à financer principalement mais pas uniquement des acquisitions d'entreprises. Apparu à grande échelle depuis 2010, porté principalement par les grands institutionnels, le financement proposé par les fonds de dette s'est propagé de manière structurelle pour accompagner les stratégies organiques et par croissance externe. D'une proposition sur mesure pour des situations difficiles à considérer pour des modes de financement établis, cette approche est devenue elle aussi désormais classique avec un recul de plus d'une décennie. **Nous avons mentionné le besoin pour l'Europe de voir émerger des champions continentaux à partir de champions nationaux.** En effet, beaucoup d'entreprises de taille intermédiaires en Europe ont construit leur succès sur l'export vers la Chine ou les États-Unis. La démondialisation fragilise ce modèle, en particulier pour le fameux Mittelstand allemand et le tissu très dense d'entreprises italiennes de taille intermédiaire. Dans tous les pays de l'Union, les leaders nationaux cherchent à consolider leur secteur au niveau européen. Dans un contexte où les banques sont plus conservatrices sur l'octroi de financements in fine pour des raisons réglementaires, et où rapidité, flexibilité, fiabilité riment avec stratégie efficace, le financement d'acquisitions par la dette privée, lorsqu'il est réalisé de manière sélective et disciplinée, s'impose comme un générateur de valeur financière significatif. Les fonds agissants majoritairement comme seuls prêteurs sont en outre capables d'introduire des critères

extra-financiers dans les conditions de prêt et ainsi de mesurer l'impact sur les investissements financés et les emplois créés. Le dialogue actif entre un prêteur partenaire et un emprunteur (c'est-à-dire le facteur humain) permet une grande flexibilité avec le réaménagement des conditions de prêt pour s'adapter aux circonstances si besoin. C'est probablement la raison pour laquelle le ralentissement économique en Europe depuis 2022 n'a pas affecté le volume de transactions en financement d'acquisitions par la dette privée. Au contraire, le « deal flow » s'accroît car le besoin de consolidation, au niveau européen, d'expertises fortes développées par des entrepreneurs est considérable. Plus la diversité des situations et plus la taille des financements possibles avec les fonds de dette s'accroît, plus s'est installé un cercle vertueux qui a étendu et validé le champ des possibles pour les opérations accompagnées par les fonds de dette.

LA TRANSITION ÉNERGÉTIQUE COMME VECTEUR DE CROISSANCE D'UNE EUROPE SOUVERAINE

Pour les entreprises partout dans le monde, investir dans la transition énergétique devient, en plus de s'attaquer au problème climatique, un réel avantage compétitif. La nécessité de relocaliser la production engendre des besoins d'investissement considérables mais aussi la prise en compte de coûts salariaux plus élevés. Améliorer l'efficacité énergétique des bâtiments, des flottes de véhicules, des processus industriels et des chaînes d'approvisionnement permettra aux entreprises européennes qui relocalisent et créent de

la résilience de rester compétitives face à leurs concurrents américains, pour lesquels l'accès à l'énergie est moins onéreux. Nous pouvons donc constater que cette transition énergétique est bien plus qu'un artifice sympathique qui permet de « verdir » la communication. C'est un avantage compétitif qui octroie une licence d'opérer. Car quels que soient les développements à venir concernant le coût du carbone et la manière dont il sera répercuté sur les finances des entreprises, le renchérissement du coût du capital, des financements et des primes d'assurance pour les entreprises présentant un risque opérationnel et réputationnel dans ce domaine est un fait. Sans une bonne performance sur l'efficacité énergétique, l'entreprise perdra sa compétitivité et donc sa rentabilité financière. De plus, cette transition énergétique génère des emplois et devient alors un facteur de souveraineté énergétique pour les gouvernements.

Pour atteindre les objectifs fixés par les accords de Paris, 6 000 milliards de dollars par an doivent être investis dans la transition énergétique d'ici 2050. 80 % de ce montant doit être investi dans la transformation de l'existant, par opposition à l'investissement dans des nouvelles technologies de rupture qui seront efficaces dans 10 à 15 ans. Il s'agit donc de flécher le capital vers l'efficacité énergétique des bâtiments, des processus industriels et agricoles, des transports et vers la production d'énergies renouvelables. C'est dans les 10 prochaines années que la transition énergétique doit s'opérer, et ce par le biais de technologies existantes (« low tech »). La domination américaine en matière de technologie de pointe (« high tech ») n'est donc pas un obstacle à l'émergence de l'Europe comme leader de la transition énergétique. La transformation de l'appareil économique européen a un coût,

certes, mais elle le rendra à nouveau compétitif dans quelques années. Et c'est bien là la raison pour laquelle les États-Unis accélèrent également de leur côté avec l'Inflation Reduction Act ou IRA). **Cette mégatendance assurera une croissance soutenue aux entreprises capables d'apporter des solutions pour la transformation du système existant. Or aujourd'hui, une grande partie de ces apporteurs de solutions se trouve en Europe.**

Nous avons vu que la transition énergétique est au cœur des enjeux de souveraineté. La Chine produit 90 % des terres rares raffinées nécessaires à la fabrication de batteries. L'Europe ne pourra pas être totalement souveraine mais la compétitivité de son industrie, de son agriculture et de ses transports dépend de la transformation de l'existant, et sur ce point, elle peut réduire sa consommation d'énergie (dont une partie significative est importée) pour générer de la résilience. C'est d'autant plus important que les enjeux climatiques deviennent géostratégiques dans un tel contexte. Les États-Unis et la Chine auront de plus en plus recours à l'arme des « ressources nécessaires à la transition ». **La transition énergétique représente donc à la fois une opportunité de croissance extraordinaire pour les apporteurs de solutions européens qui sont leaders dans ce domaine partout dans le monde, mais aussi une opportunité pour le système économique européen de renforcer sa résilience, et par la même sa souveraineté. Pour l'investisseur, l'opportunité est donc double : investir massivement dans les apporteurs de solutions européens qui développent une expertise mondiale, et considérer avec plus de sérénité leurs investissements en Europe dans tous les secteurs grâce au renforcement de la résilience procuré par l'avancée du continent vers la transition énergétique.**



UN ÉCOSYSTÈME PLUS RÉSILIENT

Nous avons vu que l'Europe peut se positionner en leader mondial dans des domaines qui, nous en sommes convaincus, généreront une création de valeur financière considérable : l'investissement à impact, la transition énergétique et le financement de la création de champions européens par la dette privée. L'autre condition du succès d'une souveraineté européenne est le renforcement de la résilience de son système économique. Plusieurs facteurs y contribueront.

I DES CHOIX CLAIRS AU NIVEAU EUROPÉEN SUR LES SECTEURS À PRIVILÉGIER

Définir une politique industrielle, c'est avant tout faire des choix. Nous avons mentionné que la souveraineté totale n'existera pas et que l'enjeu consiste à rendre les pays dont l'Europe sera dépendante à leur tour dépendants de l'Europe dans certains domaines.

Ces choix doivent s'opérer au niveau de l'Union. Certes chaque pays a ses enjeux et ses priorités. Mais il nous semble que la situation de l'Allemagne (que nous analysons plus loin dans cette lettre), est favorable à la convergence de ses intérêts nationaux avec ceux des autres pays de l'Union. Contrainte d'accélérer sa transition énergétique et la mise en place de sa défense, et contrainte de recourir au déficit budgétaire pour y parvenir, l'Allemagne, qui représente un tiers du PIB

européen, a désormais intérêt à fondre sa stratégie dans celle de l'Union. Dans ce contexte, les espoirs d'une politique commune en matière énergétique, industrielle et de défense existent. Néanmoins, plus l'Europe émettra de dette commune comme cela fut le cas pour la première fois dans la période de COVID-19, plus elle adoptera une vision et une politique commune en matière de climat ou d'immigration, et plus l'euro gagnera en crédibilité comme devise de réserve aux côtés du dollar ou du renminbi dans le monde multipolaire qui s'ouvre.

Ces choix stratégiques doivent toutefois être réalistes. Dans une tribune du journal Le Monde¹², le fondateur d'Ekimetrics, société de conseil en stratégie de données et intelligence artificielle dont Tikehau Capital est actionnaire, admet que l'Europe a pris trop de retard pour espérer concurrencer les États-Unis. En effet, l'Europe est en comparaison dépassée lorsqu'il s'agit de concepteurs de grands modèles de langage, mais elle est en revanche capable de favoriser l'émergence de champions développant des utilisations d'IA générative. Il est donc de la responsabilité des gouvernements de s'assurer que leurs choix de politique industrielle n'aboutissent pas à une mauvaise allocation de capital.

Des initiatives nationales peuvent également être déclinées au niveau européen. L'exemple du secteur aéronautique est à ce titre intéressant. La crise de la COVID et la paralysie du trafic aérien ont fragilisé les chaînes d'approvisionnement des grands constructeurs mondiaux. En Europe, des centaines de petites sociétés fournisseurs de la chaîne de valeur ont été menacées de disparition. Grace à son expertise sectorielle, Tikehau Capital gère un fonds français de relance de la filière aéronautique aux côtés d'investisseurs

publics et des grands constructeurs aéronautiques européens. Cette initiative a d'ailleurs pu être répliquée en Espagne. Ces fonds consistent en la consolidation de la chaîne de valeur aéronautique en construisant par acquisition des champions plus robustes et mieux dotés en capital. En filigrane, l'enjeu est ici celui de la transition énergétique du transport aérien qui nécessite des investissements importants. Ce type d'initiative sectorielle sur des filières d'excellence pour l'Europe pourrait être portée au niveau européen par des partenariats public-privé au sein desquels les gouvernements et les instances européennes orientent le capital privé vers les investisseurs les mieux à même d'apporter la résilience nécessaire à la construction de souveraineté.

2 DES PARTENARIATS PUBLIC-PRIVÉ EFFICACES

La création de résilience nécessite des investissements considérables (transition énergétique, réindustrialisation, cybersécurité, défense). Dans un monde où la croissance permettra de moins en moins de soutenir un stock de dette public important, les États et l'Union Européenne ne pourront financer seuls cet effort.

Les moyens utilisés historiquement en Europe et qui focalisent encore aujourd'hui l'attention des économistes tels que le recours à la dette ou à l'impôt ne sont plus adaptés à l'enjeu, et ces leviers ayant déjà été abondamment utilisés dans le passé, les marges de manœuvre des gouvernements dans ces domaines sont limitées. Il est à ce titre dommage de constater que beaucoup de rapports officiels remis aux gouvernements sur ces sujets restent bloqués dans le carcan de mécanismes

¹². Vouloir développer un ChatGPT français ou européen relève du vœux pieux, Le Monde - Jean-Baptiste Bouzige, 13 août 2023

dette/impôt sans s'ouvrir à de nouvelles solutions. Il convient donc d'orienter l'épargne des Européens vers le financement de la souveraineté en incitant à la fois les investisseurs institutionnels et les non professionnels à allouer leur capital à des entreprises capables de façonner cette construction de résilience. C'est d'ailleurs l'objectif de certaines initiatives des États membres pour orienter l'allocation d'actifs de leurs assureurs vers le financement de l'économie réelle. Cela passera également par des efforts de pédagogie quant à l'intérêt pour les investisseurs non professionnels que propose des solutions d'investissement en actifs réels (infrastructure, immobilier de transformation) et en actifs non cotés (capital développement, dette privée).

Ce partenariat public-privé passe également par l'action conjointe des banques publiques d'investissement des États membres et du Fonds européen d'investissement (FEI) qui font ensemble un travail remarquable, non seulement en apportant du capital à des gérants d'actifs professionnels impliqués dans le financement de l'économie réelle, mais aussi en provoquant un effet d'entraînement auprès des grands allocataires de capital mondiaux (fonds souverains, fonds de pension, assureurs et banques privées). En investissant dans des fonds pilotés par des gérants d'actifs sélectionnés, ces institutions publiques incitent ces grands allocataires à les imiter, notamment grâce à la rigueur de leur processus de sélection et de *due diligence*. Ce modèle est particulièrement efficace en Europe, où la complexité de l'écosystème peut être dissuasive pour un grand allocataire d'actifs situé dans une géographie distante du continent. La présence à ses côtés du FEI ou d'une banque publique d'investissement d'un État membre peut rassurer.

3 MAGNIFIER L'ESPRIT ENTREPRENEURIAL

Pour assurer sa souveraineté, l'Europe devra également probablement repenser la manière dont les preneurs de risque économique sont perçus et récompensés. C'est l'une des grandes différences de l'Europe par rapport aux États-Unis, où l'entrepreneur qui réussit bénéficie non seulement d'un environnement fiscal et économique plus favorable en termes de financement à tous les stades du développement d'une entreprise, mais aussi d'une image beaucoup plus positive. Restaurer la grandeur de l'entrepreneuriat qui réussit est un défi pour une l'Europe qui devra parvenir à conserver son écosystème entrepreneurial pourtant si talentueux.

Dans ce domaine, les dix dernières années ont marqué un tournant décisif en Europe. De grands entrepreneurs européens ont porté leur société en tête des classements des plus grandes capitalisations boursières européennes. LVMH, AB Inbev, ou encore Adyen sont tous des exemples de cette réussite. Ces entrepreneurs ont eux-mêmes soutenu et entretenu un écosystème de start-ups.

Le développement du private equity contribue très certainement au développement de l'entrepreneuriat. Les ressources financières à disposition des start-ups et des entreprises en forte croissance en Europe n'ont plus rien à voir avec ce qu'elles étaient il y a encore 10 ans.

En parallèle, la technologie et les réseaux sociaux ont contribué au développement de l'esprit entrepreneurial parmi les jeunes générations. Les filières de création d'entreprises se sont développées dans les formations académiques, les écoles d'ingénieurs,

les universités et autres « business schools ». Ces formations sont aujourd'hui parmi les plus demandées par la jeune génération, que les grandes entreprises traditionnelles ne font plus rêver. Enfin, le « retour au pays » d'entrepreneurs ayant réussi en Amérique ou en Asie contribue à ce renouveau de l'esprit entrepreneurial.

4 DES MARCHÉS DE CAPITAUX EFFICACES ET PROFONDS

Nous avons vu que l'Europe est une zone économique complexe. Les spécificités régionales et nationales y sont fortes. Il est très compliqué pour un investisseur n'ayant pas de présence sur ce continent, ou se contentant d'un unique bureau européen à Londres, Francfort ou Paris, de bien investir en Europe. « Les bonnes transactions ne prennent pas l'avion » répète-t-on souvent lorsque l'on nous demande pourquoi Tikehau Capital a ouvert des bureaux dans neuf pays d'Europe à ce jour. Et des bonnes transactions, il en existe en abondance sur ce continent imprégné de culture économique et entrepreneuriale. En Europe, il faut être local, c'est-à-dire complètement intégré dans les écosystèmes économiques nationaux voire régionaux, et considéré comme un investisseur lui aussi local, ce qui place de facto une barrière à l'entrée extrêmement forte et confère un avantage compétitif à ceux qui ont fait ce pari. L'ancrage local participe à la création d'une expertise au niveau européen en permettant aux entreprises détectées par une présence locale de

s'internationaliser tout en mettant à leur service un réseau de bureaux dans plusieurs pays d'Europe. C'est en effet la compréhension des spécificités locales qui permettra l'émergence de champions européens. Et dans ce domaine, les acteurs du private equity ont tous les outils pour construire, en partenariat avec la sphère publique, cette souveraineté européenne.

Du côté des marchés liquides, le Brexit a très clairement aidé au développement de places financières que sont Amsterdam, Paris, Madrid, Milan ou Francfort. Ces places financières doivent maintenant mettre en place les initiatives qui leur permettront d'accueillir des introductions en bourse de sociétés européennes non cotées. L'enjeu est particulièrement crucial dans les secteurs stratégiques, (technologie, cybersécurité, santé, transition énergétique, industrie) de façon à s'assurer que les champions d'Europe choisissent les places européennes pour s'introduire en bourse et non le Nasdaq ou Hong Kong. Cela passe par la mise en place d'un dialogue fourni entre les banques, les opérateurs de places financières, les fonds d'investissement en capital risque et en capital développement, le tout visant à créer un écosystème fertile à l'image de celui en place aux États-Unis. De très nets progrès sont réalisés en Europe dans ce domaine, laissant entrevoir un potentiel de création de valeur considérable pour les investisseurs.

La souveraineté européenne passe donc par l'efficacité des marchés de capitaux cotés comme non cotés, de dette comme d'instruments de capital.



par Renan Devillères

5 INDUSTRIE 4.0 – PIVOTER L'INDUSTRIE POUR UNE SOUVERAINÉTÉ EUROPÉENNE

Concrètement, l'Europe n'est pas désindustrialisée, elle est « mésoindustrialisée ». Des secteurs d'excellence historique comme le luxe ou l'agro-alimentaire font face et gardent un leadership mondial, des secteurs sont en pleine bataille pour un leadership contesté (spatial, aéronautique, pharmaceutique, énergie), d'autres se retrouvent dos au mur (automobile) et certains n'existent simplement plus (textile, semi-conducteurs). La crise COVID a montré à tous la fragilité des supply chain trop tendues et trop mondialisées pour un monde aussi incertain que le nôtre. Face à ce constat, que peut proposer l'Europe à une industrie longtemps sous-estimée et à une opinion publique qui place la réindustrialisation dans les trois priorités de la zone Euro ?¹³ Commençons par un peu d'histoire. La deuxième révolution industrielle, née en Angleterre et en France au XIXe siècle, est la conséquence directe d'une rupture technologique majeure. La machine à vapeur, puis l'électricité permettent la mécanisation d'opérations physiques autrefois réalisées par les hommes. Le bouleversement social et économique entraîné par cette révolution a été d'une violence extrême, certains terroristes appelés « luddites »¹⁴ en venaient même à casser des machines la nuit, pour protester contre ce new normal. Après une période chaotique d'une trentaine d'années, Henry Ford a inventé un nouveau modèle de production,

le fordisme, qui allait très rapidement structurer le modèle productif mondial. Le modèle social et économique adapté à la rupture technologique venait d'être découvert et allait se propager pendant les cinquante années suivantes.

La troisième révolution industrielle, concept proposé par Jeremy Rifkin, naît d'un bouleversement technologique, l'automatisation des tâches intellectuelles répétitives et non répétitives et la circulation presque gratuite de l'information, mais aussi d'une contrainte, les limites planétaires. De l'aveu de l'inventeur de ce concept, le monde est aujourd'hui dans une période de chaos : le modèle productif adapté à cette rupture n'a pas encore été trouvé. Qui est le Henry Ford de notre temps ? Quel est le modèle productif, et donc social et environnemental, de notre temps ? Et quelle serait la place d'une souveraineté européenne au sein de ce modèle productif ?

Tout d'abord, comme l'a montré l'ensemble de cet article, la souveraineté totale est un leurre. L'objectif est donc de choisir des secteurs et des modèles, de protéger des intérêts, de choisir des alliés (ou à défaut des amis), de rattraper le retard là où cela est nécessaire et de veiller à ce que le marché européen propose une vision cohérente pour son industrie.

13. [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/653626/EXPO_STU\(2021\)653626_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2021/653626/EXPO_STU(2021)653626_EN.pdf)

14. <https://journals.openedition.org/labyrinth/2763?file=1>

SUR LA SÉLECTION DES SECTEURS ET DES MODÈLES :

L'opinion européenne est la plus sensible du monde à la question environnementale et sociale. De la nécessité de créer un outil de production cohérent avec ces attentes, des champions locaux et internationaux peuvent émerger. Par exemple Michelin, leader mondial du pneumatique, a de l'aveu même de ses concurrents « 10 ans d'avance » et développe le modèle du « pneu as a service » en mettant des puces RFID dans ses pneus, et en vendant des kilomètres à ses clients entreprise, des usines Michelin sont capables de baisser leur nombre de pneus produits, baisser leur empreinte carbone, et augmenter significativement leur marge totale ! Ces pivots de modèles productifs vers la circularité, qui rendent les produits manufacturés plus intenses en innovation et en technologie, sont un levier de croissance formidable pour le continent, en plus d'être alignés avec ses forces.¹⁵ Une politique d'investissement volontariste dans cette tendance pourrait voir la continuation et l'émergence de champions de l'économie de demain. Ainsi peut-être, de multiples Ford européens nous montrent-ils la voie d'un nouveau modèle productif.

SUR LA PROTECTION DES INTÉRÊTS :

Alors que le fair play global est à la baisse et que partout la guerre économique s'intensifie, l'Europe peut sortir grandie de la création d'incentives dédiées non pas à favoriser des acteurs locaux sous-efficaces, mais à favoriser un modèle productif local cohérent avec les aspirations de sa population. Ainsi, le bloc américain a déjà tapé un grand coup pour remettre des pans entiers de secteurs par la puissance du dollar avec l'Inflation Reduction Act¹⁶. Le bloc chinois injecte massivement dans une politique d'investissement volontariste, et l'Inde a déjà pris la place de nouvel allié industriel des Etats-Unis. Dans ce cadre mouvant, l'Europe peut choisir de donner du souffle à son industrie. avec une sorte de Green New Deal favorisant des règles cohérentes et avec un agenda environnemental clair¹⁷.

SUR LE CHOIX DES ALLIÉS (VOIRE DES AMIS) :

La crise la COVID a montré crûment que l'industrie est constituée de liens de dépendances, et que ces dépendances sont de la géopolitique. Les entreprises qui ont le mieux résisté à la crise de la supply chain n'ont pas été celles qui avaient tout intégré verticalement, mais celles qui avaient les relations les plus profondes et la connaissance la plus fine de leurs fournisseurs et de leurs dépendances¹⁸ ! L'Europe, avec certaines de ses plus grandes entreprises, est placée de façon unique pour être championne mondiale de ce new normal, ou l'équilibre des relations entre nations et intérêts devient critique. Rappelons que la France est le seul pays qui est capable, en même temps, d'avoir un champion mondial du pétrole, une major, et aucun pétrole sur son territoire ! Peut-être que ce nouveau modèle productif donne une grande importance au soft power.

SUR LE RATTRAPAGE :

En Europe, de nombreuses infrastructures, indispensables à un bloc économique cohérent, sont inexistantes ou souffrent de sous-investissement. Dans le domaine du Cloud, de l'intelligence artificielle, des batteries, et de la production d'électricité, des géants européens sont nécessaires à une réindustrialisation digne de ce nom. Pourquoi ? Parce que le Cloud est nécessaire à une usine moderne (une usine Tesla, c'est 24 % de coût de software, la moyenne européenne est à 3 !), parce que l'intelligence artificielle est une composante maintenant inévitable de la mécanisation des processus et de la R&D, parce que l'électrification de tous les processus de production va nécessiter des batteries, et parce qu'une

15. <https://www.michelin.com/en/press-releases/michelin-receives-top-100-global-innovators-2022-recognition-by-clarivate/>

16. <https://www.mckinsey.com/industries/public-sector/our-insights/the-inflation-reduction-act-heres-whats-in-it>

17. [https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOLE_IDA\(2023\)740087](https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/IPOLE_IDA(2023)740087)

18. <https://www.euronews.com/next/2023/02/15/from-chains-to-webs-businesses-rethink-their-supply-strategy-to-face-up-to-global-crises>

électricité bon marché est indispensable à une compétitivité industrielle acceptable. Sur ces secteurs, l'Europe commence à accepter son statut de rattrapage et non plus de leadership, pour preuve, les batailles en cours pour accueillir des gigafactories asiatiques¹⁹ afin de rapatrier le savoir-faire et les capacités productives sur le territoire, ou encore la capacité d'investisseurs visionnaires à faire revenir des frenchies de la Silicon Valley, anciennement cadres dans les GAFAM, pour créer des champions européens de l'intelligence artificielle. Ce mouvement va s'amplifier pour recréer, de plus en plus, les conditions nécessaires à un bloc réindustrialisé.

SUR LA VISION COHÉRENTE :

La lecture du livre de Nicolas Dufourcq, *La désindustrialisation de la France*, est saisissante. Au-delà de la technicité et du fléchage de l'investissement, le constat de l'auteur est le suivant : un manque de vision cohérente et partagée, au niveau français ou européen, sur ce que doit être la nouvelle industrie. La vision des années 1980, « the world is flat », le « fab-less » de Serge Tchuruk, était un cortège d'impensés : refuser de voir la dette environnementale et sociale créée par un modèle de fabrication incompatible avec les valeurs des citoyens, penser (avec une pointe de condescendance) que les activités à forte valeur ajoutée seraient captées par les pays à haut cout de main-d'œuvre pendant que

les pays « en développement » resteraient statiques. Cette vision a été battue en brèche, mais la conceptualisation de ce que doit être un appareil productif cohérent avec un modèle social reste encore embryonnaire. En attendant cette nouvelle vision, l'éloignement physique de l'industrie n'a été qu'un moyen de déléguer à d'autres le soin de répondre à cette question épineuse.

Un souffle, donné par des néo-industriels comme Ynsect, Mob-Ion ou Backmarket, et qui propose une nouvelle vision de l'industrie, plus circulaire, plus responsable, plus équitable, plus locale, a immédiatement suscité l'enthousiasme des consommateurs et des citoyens. C'est l'Europe qui peut inventer ce nouveau paradigme, en créant des écosystèmes plus vertueux et plus locaux, les entrepreneurs sont disponibles, et le capital suit. La structuration en cours de l'écosystème européen autour d'un socle de valeurs, mais aussi d'infrastructures technologiques nécessaires à l'invention de ce nouveau modèle, pourrait bien faire émerger les futurs champions de ce new normal, et peut-être même rayonner bien plus loin que l'Europe, en attirant les autres pôles mondiaux vers un modèle plus désirable.

19. <https://cepa.org/article/europe-races-to-build-gigafactories-lithium-permitting/>



Renan Devillières

Diplômé de l'école normale supérieure et de l'école polytechnique fédérale de Lausanne, Renan commence sa carrière en tant que consultant chez McKinsey, avant de devenir économiste à l'OCDE, puis strategic project manager pour le groupe Richemont. Après ses différentes expériences, Renan se lance dans l'entrepreneuriat en confondant une start-up, qu'il revendra en 2018 à Google Ventures. Attiré depuis toujours par la tech et l'industrie, Renan cofonde OSS Ventures en 2019 et se donne pour mission d'accompagner l'industrie française dans sa transition technologique, environnementale, sociale et sociétale, la faisant passer d'une industrie 2.0 à une industrie 4.0.



AU XXIE SIÈCLE EN REVANCHE, C'EST LA DONNÉE QUI EST DEVENUE LA MATIÈRE PREMIÈRE DE LA CRÉATION DE VALEUR

L'avenir de l'Europe passe probablement par une réindustrialisation, soit un rapatriement de l'appareil de production, dans le but de renforcer la résilience des entreprises et de créer des emplois. Réindustrialiser, c'est choisir ses priorités et assumer de ne pouvoir être bon partout. Une industrie nationale suppose une demande forte, laquelle étant soit stimulée par la commande publique, soit par l'évolution des politiques d'achat des entreprises en faveur de la structuration d'écosystèmes locaux. L'évolution des comportements individuels privilégiant l'industrie nationale fait également partie de l'équation. L'enjeu de cette renaissance industrielle est aussi de transformer notre système dont la crise a montré l'essoufflement. La crise a fait renaître une envie de produire, d'inventer et d'innover en Europe. Cela signifie donc investir dans la modernisation, la digitalisation des processus de production et des chaînes d'approvisionnement, mais aussi et surtout de s'exposer au risque cyber. C'est la raison pour laquelle la cybersécurité doit faire partie d'une politique industrielle au XXIe siècle.

6 LA CYBER COMME BRIQUE DE BASE D'UNE POLITIQUE DE SOUVERAINETÉ EUROPÉENNE ?

La deuxième révolution industrielle est issue du remplacement du charbon par le pétrole. Par son incroyable efficacité énergétique, le recours au pétrole a permis la multiplication des machines et de leur puissance. Dans son

livre sur l'histoire du pétrole, Matthieu Auzanneau remarque que dès lors que le pétrole prouve sa remarquable capacité à créer de l'effet d'échelle dans la production, l'asservissement de peuples entiers devient superflu quand il suffit de s'assurer le soutien de quelques chefs tribaux pour l'accès aux concessions pétrolières. Les modalités du contrôle colonial passent alors de l'ordre militaire à l'ordre capitaliste²⁰. Au XXIe siècle en revanche, c'est la donnée qui est devenue la matière première de la création de valeur. Comme la plupart des guerres du XXe siècle peuvent être lues avec le prisme de l'enjeu pétrolier, les futurs conflits du XXIe siècle seront probablement liés à la technologie et aux données. Les tensions autour de Taiwan et sa position de leader dans la production de semi-conducteurs en est l'illustration. La collecte des données et leur exploitation créent de la valeur économique de manière d'autant plus profitable que les quantités considérées sont gigantesques. En matière de cybersécurité, la domination sino-américaine se double d'une faiblesse politique de l'Europe en matière économique. Il n'existe pas de consensus entre les États membres quant à la nécessité de mettre en place une véritable politique industrielle favorisant l'émergence d'une industrie numérique européenne. Ainsi, lorsque la France et l'Allemagne parlent de « souveraineté numérique », les pays du Nord défendent une notion d'autonomie stratégique beaucoup plus floue et ne voient l'Europe que comme un marché.

²⁰. Or noir, la grande histoire du pétrole – Matthieu Auzanneau, 2015

Pourtant, la nécessité de créer de la résilience transparait au travers de la cybersécurité. La technologie est partout dans notre quotidien. Les enjeux de la cybersécurité n'en sont que plus importants. Les risques liés à la cybersécurité comptent probablement, avec les sujets de santé publique et du changement climatique, parmi ceux qui concernent le plus grand nombre d'êtres humains sur la planète. Le président de la Réserve fédérale américaine citait en avril 2021 les cyberattaques comme le principal risque pour la stabilité du système économique mondial. Du côté européen, l'ajout anticipé de la cybersécurité dans la taxonomie sociale européenne prouve que ce secteur est central dans la construction d'écosystèmes plus résilients. Tous les acteurs de la vie économique doivent s'équiper massivement dans ce domaine s'ils veulent créer de la résilience.

En dépit de ses divergences internes, l'Europe a établi les bases d'une vision unifiée de l'espace numérique, fondée sur le refus de la marchandisation des données personnelles et de la surveillance de masse. Au-delà de ces grands principes, plusieurs dispositifs et législations ont été adoptés par l'Union Européenne dans le domaine du numérique, à l'instar du RGPD²¹ ou de la « boîte à outils de la diplomatie cyber »²². L'adoption du Digital Services Act²³, une législation traitant des services numériques, modernise la directive sur le commerce électronique de 2000 et le Digital Markets Act d'octobre 2022²⁴ et régit les pratiques commerciales des plateformes en ligne, dont fait partie la construction de souveraineté dans ce domaine. En matière de standards industriels, le Cybersecurity

Act, entré en vigueur en 2019, institue un schéma de certification de cybersécurité s'appliquant à l'ensemble des produits, services et processus informatiques. Gaia-X a quant à lui pour ambition de créer un standard d'interopérabilité facilitant l'échange de données entre plateformes cloud pour développer une « économie de la donnée ». La crise ukrainienne aboutira probablement au renforcement de la cohésion européenne en matière de sécurité cyber, et ce malgré les velléités d'extraterritorialité que les États-Unis tenteront d'imposer en monétisant leur position dominante dans le cloud ou l'intelligence artificielle.

Le secteur de la cybersécurité est composé d'un grand nombre de startups et de sociétés non cotées de taille moyenne financées par des fonds de Private Equity. À côté de ces petites entreprises, un petit nombre de grands groupes cotés complètent l'écosystème de la cybersécurité. Cet écosystème en très forte croissance n'est donc pas mature. Tout comme la transition énergétique, le secteur représente une mégatendance qui en fait une opportunité d'investissement unique. L'écosystème cyber global emploie 3,5 millions de personnes mais manque d'environ 3 millions d'employés supplémentaires²⁵. Les universités auront du mal à former rapidement un nombre aussi important de spécialistes, accentuant le besoin crucial d'automatiser les processus cyber

²¹. règlement général pour la protection des données, ou GDPR pour « general data protection regulation » en anglais
²². Cyber diplomacy toolbox, <https://www.iss.europa.eu/sites/default/files/EUISSFiles/Brief%2024%20Cyber%20sanctions.pdf>
²³. https://fr.wikipedia.org/wiki/R%C3%A8glement_sur_les_services_num%C3%A9riques
²⁴. <https://www.skadden.com/insights/publications/2022/10/eu-digital-markets-act-enters-into-force>
²⁵. <https://www.weforum.org/agenda/2021/01/top-cybersecurity-challenges-of-2021/>

et de miser sur l'intelligence artificielle pour suppléer le manque de spécialistes humains. Les besoins d'investissement dans ce domaine sont donc massifs, et l'Europe de la cyber se met en place par l'intermédiaire d'un tissu serré de liens entre les apporteurs de capital, la sphère publique, les start-ups et les grands groupes.

7 L'EFFICIENCE ÉNERGÉTIQUE DES BÂTIMENTS ET LE FINANCEMENT DE PETITES INFRASTRUCTURES, ÉLÉMENT ESSENTIEL DE LA SOUVERAINETÉ

Les émissions de CO2 liées aux bâtiments représentent 40 % des émissions totales en l'Europe. Économiquement parlant, il s'agit d'une dépense énergétique considérable. En Europe, la crise de la COVID a durablement changé le comportement des populations : des centres commerciaux excentrés peinent à attirer des clients, les entreprises préfèrent des bureaux plus petits en centre-ville couplés à du télétravail que des bureaux plus grands dans des zones péri-urbaines, le e-commerce modifie les besoins logistiques, les nouvelles mobilités redessinent les flux urbains, etc. L'acquisition d'actifs non adaptés à ces nouvelles réalités, situés dans des endroits de qualité, et leur transformation dans des nouvelles solutions de zones mixtes mêlant bureau, résidentiel, commerce et services publics fait d'autant plus sens. En effet, cette transformation contribue à la création

d'espaces verts et d'efficacité énergétique des bâtiments, représentant ainsi une solution de désengorgement des flux de circulation et de préservation de la biodiversité dans les zones urbaines. L'efficacité énergétique des bâtiments, couplée au réaménagement de l'espace urbain en optimisant les flux et en introduisant des espaces de biodiversité servant à réguler la température des villes et la résilience face aux événements climatiques, constitue à la fois un élément de souveraineté pour l'Europe, une expertise mondiale pour les sociétés leader permettant d'attirer des talents internationaux, et une opportunité d'investissement considérable pour l'investisseur. L'Europe est en pointe sur ces sujets et exporte déjà son expertise.

D'autre part, le succès de la transition énergétique passe par la mise en place de petits actifs au niveau local (pompes à chaleur, agrivoltaïsme, bornes de recharge de batteries électriques). Le financement de ces petits actifs est complexe pour les banques du fait de la granularité et des spécificités locales. La conversion de l'utilisateur final est pourtant la clé de l'effort de transition. Dans ce cadre, l'accès pour l'utilisateur final à ce type d'infrastructure par un contrat de prestation lui permet de ne pas détenir l'infrastructure, qui peut être ainsi mutualisée. Le regroupement de ces petits actifs dans des véhicules financés par un fonds commun offre aux investisseurs un couple risque-rendement attractif et permet le développement de ces petites infrastructures à très grande échelle. Dans ce domaine, l'innovation apportée par le secteur de la gestion des actifs est un atout stratégique, un élément pour lequel l'Europe est une nouvelle fois très en avance.

8 AGRICULTURE ET BIODIVERSITÉ

Après la Seconde Guerre mondiale, un tiers de la population mondiale ne mangeait pas à sa faim. La priorité fut donc justement donnée à la production agricole de masse en industrialisant les pratiques restées traditionnelles dans un grand nombre de zones géographiques. Cette tendance a permis l'augmentation des rendements agricoles grâce à la création de grandes exploitations et à l'utilisation massive d'eau et de produits issus de la chimie. Mais ces pratiques ont aussi abimé les sols, si bien qu'en 2023, 40 % des sols agricoles sont considérés comme dégradés²⁶. En plus d'appauvrir les sols et de supprimer la biodiversité, dégradant la valeur foncière des terres, ces pratiques ont provoqué l'endettement massif des exploitants agricoles pour acquérir matériel, eau, pesticides et semences optimisées. Depuis quelques années déjà, de grands groupes agro-alimentaires et textiles font le pari de l'évolution du modèle agricole vers un système plus durable, ayant recours à une agriculture régénératrice fondée sur la restauration de la vitalité des sols et l'utilisation raisonnée d'eau et de produits chimiques. Unilever s'est ainsi associé à Tikehau Capital et AXA Climate pour investir dans le capital de sociétés innovantes dans la régénération des sols, les biofertilisants et les nouvelles technologies agricoles. Ce type de partenariat entre de grands groupes européens et les apporteurs de capital peut contribuer à créer en Europe mais aussi dans les grandes zones de production agricole de la planète une agriculture plus résiliente. Ce nouveau modèle offre une dépendance des importations de produits chimiques et de matériel agricole

amenuïe, une diminution des coûts de santé publique, des écosystèmes naturels régénérés et donc moins soumis aux aléas climatiques, et même des progrès sociaux permis par le retour des circuits courts et des solidarités locales. Il contribue également à la création de futurs champions européens des technologies agricoles.

La monétisation de l'actif naturel peut également devenir un domaine d'expertise européenne. Des acteurs comme AXA Climate ou Idverde sont pionniers dans ce domaine, tous deux réfléchissant par exemple à la manière dont des espaces naturels non utilisés par leurs propriétaires ou considérés comme une contrainte (à l'image des espaces verts autour des pistes des aéroports, des voies de chemin de fer ou des terrains militaires) peuvent être utilisés pour réintroduire la biodiversité. Ce que l'on peut appeler une « activation de la nature » peut elle-même être créatrice de valeur financière si elle est bien pensée.

La souveraineté européenne passe nécessairement par la sécurité agricole, mais le leadership que l'Europe peut construire dans la restauration de la biodiversité par l'agriculture régénératrice et la monétisation de l'actif naturel peut aller bien au-delà de la simple sphère agricole. Elle est capable d'avoir un impact social fort et un impact financier certain par la diminution des coûts de santé publique et des subventions à un secteur qui aura retrouvé son équilibre.

²⁶ Global Land Outlook - Convention des Nations Unies sur la lutte contre la désertification - UNCCD, 27 avril 2023

9 UNE POLITIQUE MIGRATOIRE COHÉRENTE

Alors que la population du continent vieillit, les enjeux économiques s'articulent également autour des flux migratoires. Faire face aux dynamiques démographiques défavorables est essentiel pour éviter la perte de compétitivité de l'industrie européenne. Philosophiquement ouvert sur le monde, et géographiquement plus exposé que la Chine ou les États-Unis aux vagues d'immigration massives des pays en développement, l'espace européen tel que dessiné à Schengen est aujourd'hui mis à l'épreuve par des flux migratoires venus d'Asie et d'Afrique, lesquels sont accentués par les conflits militaires voisins, les bouleversements climatiques et les enjeux religieux. Face à cela, l'esprit de Schengen peut-il résister à cette nouvelle donne ? Les conséquences en termes de main d'œuvre, d'inflation, de vote extrémiste, de conflits religieux dans des États laïques sont énormes. Les États-Unis et la Chine ont adopté des positions aussi simples que radicales sur ces sujets de l'immigration

choisie. L'Europe peut se doter d'une politique migratoire efficace qui contribuera au renforcement de sa souveraineté. À l'heure où les coûts salariaux sont en hausse et où l'accès à une énergie bon marché est plus difficile que jamais, les entreprises européennes sont confrontées à des choix stratégiques. Délocaliser la production ne va pas dans le sens de la souveraineté malgré l'attractivité de certaines géographies, dont les États-Unis font maintenant partie (accès à une énergie moins chère, subventions via l'Inflation Reduction Act, profondeur des marchés de capitaux). Il reste donc le recours à l'immigration et l'investissement massif dans la technologie ; l'intelligence artificielle se trouvant au premier rang. La solution réside probablement dans une combinaison des deux, mais cela suppose une politique migratoire efficace. Malgré le défi majeur de l'immigration, l'Europe doit pouvoir s'imposer comme modèle de terre d'accueil et d'intégration en faisant évoluer son système de formation et d'éducation à l'heure où les autres puissances ferment leurs frontières et sont tentées par le repli protectionniste.

L'Allemagne au cœur de la souveraineté européenne

L'Allemagne représente environ un tiers du PIB de la zone euro. On ne peut parler de souveraineté européenne sans s'intéresser aux dynamiques qui animent ce grand pays. Or on ne peut parler de la situation de l'Allemagne sans évoquer le dilemme européen existant depuis la fin de la Seconde Guerre mondiale : le tiraillement entre les dynamiques eurasiatique et atlantiste²⁷. Par sa position géographique, l'Allemagne est au cœur de ces dynamiques. Depuis la réunification du pays en 1990, qui marque également l'accélération de la mondialisation avec la chute du rideau de fer, l'Allemagne a construit sa prospérité économique grâce à un modèle qui ménage à la fois atlantisme et développement eurasiatique. Accéder au gaz russe peu cher pour fabriquer des biens de qualité exportés principalement en Chine tout en bénéficiant de la protection militaire américaine a permis à l'Allemagne d'éviter d'allouer du capital à sa défense et de se procurer une énergie peu chère qui a généré des

marges confortables pour son industrie. Pas de déficit budgétaire, peu de dette et une domination européenne certaine qui a fait de l'Allemagne la pierre angulaire de la dynamique eurasiatique avec la Russie et la Chine. Ces trois pays occupent à eux seuls pas moins de 18 % de la surface terrestre et représentent 24 % du PIB mondial. L'Allemagne a pu ainsi bénéficier massivement de la mondialisation, ce qui n'a pas été le cas des autres pays européens. Entre 2005 et 2021, soit les seize années de chanceliererie d'Angela Merkel, le PIB de l'Allemagne a augmenté de 50 % et le taux de chômage a été divisé par deux. Les entreprises allemandes de taille intermédiaire (Mittelstand) exportent partout dans le monde et assurent pour l'Allemagne un très fort excédent commercial à l'extérieur mais aussi à l'intérieur de l'Union Européenne. La monnaie unique a permis à cette économie plus

²⁷. Tikehau CIO letter – Tout sous le ciel, regard sur la rivalité Chine-USA, janvier 2022.

productive que les autres économies de la zone de gagner des parts de marché dans toute la zone euro sans avoir à gérer la force relative de sa devise. Cette position a d'ailleurs été génératrice de tensions au sein de l'Union Européenne vis-à-vis de pays en difficulté (comme la Grèce en 2011), contribuant sans doute à freiner l'union budgétaire.

Mais l'inversion du processus de mondialisation, d'abord du fait des tensions entre la Chine et les États-Unis, puis de la crise de la COVID et enfin de la guerre russo-ukrainienne a mis à mal le modèle allemand sur quasiment tous ses aspects, et de façon simultanée. L'accès au gaz russe est coupé, le marché chinois devient plus compétitif avec l'émergence de concurrents locaux des sociétés allemandes dans l'automobile, la chimie, les machines industrielles... Et l'Allemagne doit désormais renforcer sa sécurité en y allouant d'importants budgets militaires au moment même où elle doit également financer une transition énergétique à marche forcée. La part des exportations allemandes dans le commerce mondial est inférieure en 2022 à ce qu'elle était en 2004, y compris par rapport à l'année de la réunification²⁸.

Dans le même temps, l'axe franco-allemand semble moins fluide. Les enjeux de l'Allemagne forcent le pays à composer avec des relations bilatérales complexes avec les États-Unis, la Chine et la Russie, souvent source d'incompréhension de la part de Paris qui considère que Berlin devrait jouer à plein le jeu de l'autonomie stratégique européenne. La souveraineté européenne dépend donc grandement du tiraillement de l'Allemagne entre une politique pro-européenne et la poursuite de ses intérêts nationaux, lesquels consistent à ménager les trois grandes puissances citées

ci-dessus. L'Allemagne jouera-t-elle la carte européenne pour l'achat de matériel militaire ou choisira-t-elle la relation avec Washington ? Même question pour les approvisionnements en énergies et en métaux nécessaires à la transition énergétique : politique commune ou carte nationale ?

Sur le plan du rayonnement international, l'Europe aurait tout intérêt à renforcer son autonomie stratégique : la guerre en Ukraine montre la faiblesse des dispositifs militaires nationaux en matériel et en hommes. Une stratégie d'équipement de défense européenne serait beaucoup plus crédible qu'une somme d'initiatives nationales. De même, à l'heure où la démondialisation progressive génère des tensions dans les zones qui restent la pierre angulaire des chaînes d'approvisionnement mondiales, principalement la zone indopacifique, l'Allemagne possède 20 % de la capacité mondiale des porte-conteneurs mais n'a pas de capacité de projection militaire, alors que la France dispose à la fois de territoires et de forces dans cette région.

L'Allemagne fait donc face à une situation économique et géostratégique radicalement différente de celle qui lui a permis de construire son indéniable succès depuis la réunification du pays. **La recherche de résilience devrait être la priorité absolue d'un pays qui a construit son économie sur l'export à partir d'un avantage compétitif lié à la fois à la faiblesse du coût de ses importations de gaz russe et à l'absence de budgets de défense grâce à la protection américaine.** Illustration du grippage du modèle allemand : l'accord gazier avec la Russie est acté en 2005 à une

²⁸. Les ambitions inavouées, ce que préparent les grandes puissances – Thomas Gomart, 2023



période où l'Allemagne et la France sont opposées à l'intervention américaine en Irak. Nord Stream 1 entre en service en 2012 et North Stream 2 qui devait doubler les volumes importés est achevé en 2021. Lors d'un sommet de l'OTAN en 2018, le président Trump s'oppose au projet en rappelant que les États-Unis contribuent à hauteur de 70 % du budget de l'OTAN et en déclarant que « l'Allemagne est complètement contrôlée par la Russie »²⁹. **Cette passe d'arme est révélatrice des tensions s'exerçant sur le modèle allemand en 2023, dans un contexte de guerre à quelques centaines de kilomètres seulement de sa frontière à l'Est.**

L'Allemagne doit impérativement faire évoluer son modèle économique rendu vulnérable par la démondialisation et la recherche de résilience des puissances avec lesquelles elle a construit son modèle. Le défi qui s'impose est important mais dans toute crise existe une opportunité : au niveau européen, cette situation pourrait favoriser l'émergence d'une vraie politique de souveraineté européenne. L'Allemagne doit adopter une nouvelle politique énergétique pour maintenir sa compétitivité industrielle, socle de

²⁹. Les ambitions inavouées, ce que préparent les grandes puissances – Thomas Gomart, 2023

sa stabilité sociale : l'Europe est probablement la solution. L'Allemagne doit se réarmer : l'Europe représente l'une des deux options majeures. L'Allemagne doit réinventer sa relation avec la Chine : elle peut bien sûr jouer sa carte mais dans la perspective d'un monde multipolaire voyant émerger des géants comme l'Inde, le Brésil et demain l'Indonésie ou le Pakistan (500 millions d'habitants à eux deux), une intégration européenne (450 millions de citoyens) rendrait l'Allemagne tellement plus audible vis-à-vis de la future première puissance économique mondiale. L'Allemagne doit préparer la future stabilisation de l'Ukraine dans un contexte post conflit : la solution est probablement une intégration dans l'Union Européenne. **Dans un contexte de multipolarité, l'Allemagne, qui perdra rapidement son statut de quatrième économie mondiale au profit de l'Inde, a tout intérêt tout comme la France, l'Italie et les autres pays de l'Union à jouer la carte de l'intégration européenne pour créer la résilience qu'elle recherche pour assurer son avenir.**

D'un point de vue financier, la nécessité de financer à la fois sa transition énergétique pour se défaire de la dépendance russe et son réarmement amènera probablement l'Allemagne à devoir composer avec un déficit budgétaire structurel. En cela, c'est peut-être paradoxalement une bonne nouvelle pour le futur de la politique budgétaire de l'Union. L'Allemagne rejoint les autres grands pays de la zone euro dans le camp du déficit budgétaire, ce qui signifie que les intérêts seront plus alignés à l'intérieur de l'Union sur les sujets de dette. La monnaie unique européenne

a été lancée en contrepartie de l'acceptation par la France de la réunification de l'Allemagne en 1990. Aujourd'hui, la zone Euro doit composer avec 20 budgets (la Croatie a intégré la zone euro en janvier 2023) partageant une seule et même devise, ce qui altère les équilibres entre des économies structurellement différentes. L'Allemagne, plus disciplinée que ses partenaires européens, a bénéficié de cette situation en exportant vers ses partenaires les biens d'une industrie redevenue compétitive grâce à l'intégration de l'ex RDA en 1990, ayant permis aux industriels de profiter d'une main d'œuvre locale plus compétitive, puis aux sacrifices consentis par les travailleurs allemands en 2005 lors de l'adoption des lois Hartz ou de la crise économique de 2009. Les travailleurs allemands ont alors fait le choix de l'emploi au prix de concessions salariales pour maintenir un taux de chômage bas. L'économie allemande a ainsi su bénéficier du marché unique à l'intérieur d'une zone euro où les autres économies étaient quant à elles beaucoup moins compétitives. En conséquence, l'Allemagne a pu exporter son chômage dans les autres pays de la zone.

L'émission de dette par la Commission Européenne dans le cadre du plan de relance de l'économie continentale suite à la crise de la COVID constitue un premier pas intéressant vers l'union. La crise de la COVID en 2020 puis la crise russo-ukrainienne en 2022 ont donc façonné une nouvelle cohésion économique, politique et culturelle en Europe, cimentant un réel sentiment d'appartenance commune et faisant émerger les prémices d'une véritable politique industrielle à l'échelle de l'Union.

ROYAUME-UNI, UKRAINE ET RUSSIE : LA FONCTION D'UTILITÉ DES VOISINS

Parmi les voisins de l'Union Européenne, trois pays ont connu des changements radicaux ces dernières années, avec des conséquences importantes pour la dynamique européenne.

Le Royaume-Uni a achevé sa sortie de l'Union en janvier 2020 avec la ratification du traité par la Chambre des Communes et le Parlement Européen. Depuis, le Royaume-Uni tente de réinventer son modèle dans un contexte d'inflation élevée et de ralentissement économique. Le Brexit aurait pu déclencher en Europe une dynamique négative d'adhésion des peuples au projet européen mais le fort ralentissement économique au Royaume-Uni et la guerre russo-ukrainienne ont empêché ce sentiment de se développer. Au contraire, le Brexit a provoqué une internationalisation accélérée de métropoles européennes comme Amsterdam, Paris, Milan, Madrid ou Francfort avec l'arrivée dans ces villes de cadres de toutes nationalités, dont des nationalités européennes, renforçant ainsi le sentiment d'appartenance à une culture commune. Il apparaît de plus en plus clairement que l'avenir du Royaume-Uni se jouera en

grande partie sur la coopération européenne malgré le Brexit, probablement inspirée sur un modèle du type de celui adopté par la Suisse ou celui de l'espace économique européen qui lie l'Union à la Norvège ou l'Islande.

A l'est, nous avons vu qu'une Russie hostile a œuvré à renforcer le sentiment d'appartenance européenne et qu'elle aboutira probablement à l'ancrage de l'Allemagne à l'ouest du continent.

Quant à l'Ukraine, la résolution du conflit russo-ukrainien n'est certes pas d'actualité, mais un jour viendra où la paix sera de retour dans cette région. L'Ukraine pourrait alors entrer dans l'Union Européenne et constituer une zone de croissance forte, un territoire sur lequel la reconstruction pourrait représenter une opportunité de constituer une base industrielle et agricole performante et efficiente en termes d'efficacité énergétique et de digitalisation des processus de production. L'Union Européenne pourrait donc disposer d'un « pays émergent » (car en reconstruction) en son sein, vecteur de croissance forte et laboratoire d'une industrie et d'une agriculture adaptée aux défis technologiques et climatiques du XXI^e siècle. Une adhésion de l'Ukraine à l'Union Européenne représenterait un potentiel de croissance économique considérable à terme.

Conclusion

“

LE SUJET DE LA SOUVERAINETÉ NÉCESSITE À LA FOIS UNE RÉFLEXION SUR LE LONG TERME ET L'ADOPTION D'UNE VISION D'ENSEMBLE

Le sujet de la souveraineté nécessite à la fois une réflexion sur le long terme et l'adoption d'une vision d'ensemble. Or dans nos démocraties, les gouvernements sont confrontés à deux grands défis, qui reflètent plus largement les défis auxquels sont soumis l'humanité tout entière. Premièrement, adopter une vision de long terme alors que les horizons de prise de décision sont de plus en plus raccourcis sous l'effet de mandats électoraux trop brefs et de la pression des réseaux sociaux et des médias sur les effets d'annonce (le fameux « buzz »). Les grandes décisions d'allocation de capital et de politique industrielle doivent pourtant se prendre avec un horizon de plusieurs générations. Deuxièmement, opter pour une vision holistique en réunifiant les savoirs, en décloisonnant les connaissances et en évitant d'adopter des objectifs trop étroits. Cet enjeu est particulièrement important pour le succès de la transition énergétique. Prendre les bonnes décisions d'allocation de capital et faire les bons choix stratégiques nécessite de s'intéresser non pas aux conséquences directes des décisions prises sur l'indicateur de référence choisi (nombre de voitures électriques dans le parc automobile ou émissions de CO2 de l'industrie dans

une géographie spécifique), mais aux conséquences sur l'ensemble de l'écosystème (impact environnemental de la production de batteries électriques ou délocalisation des industries polluantes si la mesure des émissions ne concerne qu'une géographie). Passer le cap de l'autodestruction va forcément nécessiter une vue d'ensemble, ce qui suppose de prendre des décisions sur la base d'un spectre large et en faisant dialoguer des scientifiques de différentes disciplines (médecine, biologie, chimie, physique), ce qui n'est pas le cas actuellement.

“

L'EUROPE A LA POSSIBILITÉ D'ASSEOIR SA SOUVERAINETÉ EN PORTANT AU NIVEAU MONDIAL UN MODÈLE DE CROISSANCE PLUS DURABLE CENTRÉ SUR LE RAPPORT AU VIVANT

“

METTRE FIN À L'ANTHROPOCÈNE EN ADOPTANT UN MODÈLE DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUE REMETTANT LE RAPPORT AU VIVANT AU CENTRE DE L'ÉQUATION ÉCONOMIQUE SERAIT UN JOLI CLIN D'ŒIL DE L'HISTOIRE DE L'HUMANITÉ SUR LE CHEMIN DU PASSAGE DU CAP DE L'AUTODESTRUCTION

Malgré ces contraintes, le développement d'une expertise européenne en matière extra-financière et son intégration dans le processus de génération de valeur économique confère à l'Europe un atout certain dans un contexte économique de croissance plus faible et moins optimisée. Les entreprises européennes sont moins endettées et la nécessité de construire des champions continentaux procure un potentiel de ré-optimisation économique dans un environnement plus local. L'Europe a la possibilité d'asseoir sa souveraineté en portant au niveau mondial un modèle de croissance plus durable centré sur le rapport au vivant. Cela est possible plus qu'ailleurs grâce aux valeurs qui sont le fondement de la culture européenne ainsi qu'à l'excellence de la formation de ses talents.

L'anthropocène³⁰ a commencé en Europe, au Royaume-Uni pour être précis, avec la révolution industrielle et l'exploitation massive du charbon. Depuis ce temps, la croissance économique s'est faite en creusant la dette écologique, par exploitation intensive des ressources.

Ironie de l'histoire ou juste retour des choses, ne disposant plus de ressources fossiles, l'Europe doit rester leader dans la transition énergétique pour développer sa souveraineté. Mettre fin à l'anthropocène en adoptant un modèle de développement économique remettant le rapport au vivant au centre de l'équation économique serait un joli clin d'œil de l'histoire de l'humanité sur le chemin du passage du cap de l'autodestruction. L'Europe saura-t-elle faire de ce challenge son défi ultime ? La souveraineté européenne passe par ce chemin. En cas de succès, la valeur économique créée pour l'investisseur sera considérable.

Tikehau Capital investit à ce stade de son développement majoritairement en Europe. Le nouveau contexte économique nous renforce dans la conviction que, contrairement aux messages véhiculés par des acteurs distants, cette zone géographique

³⁰ L'anthropocène est une proposition d'époque géologique qui aurait débuté quand l'influence de l'être humain sur la géologie et les écosystèmes est devenue significative à l'échelle de l'histoire de la Terre

représente une opportunité d'investissement unique. Fort de ses neuf implantations européennes permettant d'identifier des opportunités d'investissement localement, Tikehau Capital a su innover et s'imposer dans cette zone en tant que leader dans l'investissement dans la transition énergétique, la cybersécurité, le financement d'acquisitions par la dette privée, le financement de petites infrastructures améliorant l'efficacité énergétique, la transformation et la gestion d'actifs immobiliers avec un angle d'efficacité énergétique des bâtiments. Pour compléter la gamme de supports d'investissements que nous offrons à nos investisseurs, nous envisageons de décliner notre conviction autour d'une stratégie actions dédiée à la souveraineté européenne.

À l'heure où les entreprises s'interrogent sur leur raison d'être, il pourrait être intéressant de faire l'exercice pour l'Union Européenne au XXI^e siècle. Les États-Unis et la Chine font le pari de la domination technologique, monétaire et militaire pour conserver ou prendre le rôle de leader mondial. L'Europe doit-elle absolument essayer de suivre... ?

avec une forte probabilité d'échec. Le modèle des « démocraties managées » chinoise ou turque mettent la priorité sur le développement économique ou certains enjeux stratégiques tandis que les libertés individuelles sont parfois reléguées à l'arrière-plan. Ce modèle semble faire des adeptes dans les pays en développement où le modèle démocratique libéral occidental ne suscite plus l'admiration d'antan. L'Europe doit-elle suivre la tendance ou affirmer une certaine « raison d'être » qui fait sa spécificité, sa richesse culturelle et son excellence dans certains domaines ? **Tout comme le travail sur la raison d'être d'une entreprise peut agir comme un ancrage culturel qui évitera à celle-ci de dériver avec le courant vers des pratiques non conformes à ses valeurs, le même travail au niveau de l'Europe permettra d'éviter les dérives nationalistes, protectionnistes, climato-sceptiques ou tout simplement cyniques et court-termistes.** Même si une telle direction ne s'inscrit certes pas dans la facilité, car elle demande un travail important d'éducation et de pédagogie de terrain (qui nécessite un certain courage politique et une prise de risques certaine), l'exercice

est essentiel pour que l'Europe affirme sa souveraineté et continue d'exister, d'inspirer au XXI^e siècle mais aussi d'attirer l'épargne mondiale pour financer l'économie réelle et maintenir une stabilité sociale garante de son modèle démocratique.

La souveraineté européenne se construira sur un modèle économique

durable centré sur le rapport au vivant particulièrement bien adapté à la situation économique et climatique. Parce que ce modèle est la seule voie possible pour éviter la disparition de l'humanité sur cette planète, l'Europe exportera ce modèle et affirmera sa souveraineté de cette manière. La valeur économique ainsi créée sera considérable.

“

LA SOUVERAINÉTÉ EUROPÉENNE SE CONSTRUIRA SUR UN MODÈLE ÉCONOMIQUE DURABLE CENTRÉ SUR LE RAPPORT AU VIVANT PARTICULIÈREMENT BIEN ADAPTÉ À LA SITUATION ÉCONOMIQUE ET CLIMATIQUE. PARCE QUE CE MODÈLE EST LA SEULE VOIE POSSIBLE POUR ÉVITER LA DISPARITION DE L'HUMANITÉ SUR CETTE PLANÈTE, L'EUROPE EXPORTERA CE MODÈLE ET AFFIRMERA SA SOUVERAINÉTÉ DE CETTE MANIÈRE. LA VALEUR ÉCONOMIQUE AINSI CRÉÉE SERA CONSIDÉRABLE

OCTOBRE 2023

CIO letter TK

TK TIKEHAU
CAPITAL

32, rue de Monceau 75008 Paris - FRANCE

Tél. : +33 (0)1 53 59 05 00

Fax : +33 (0)1 53 59 05 20

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 considérablement de ceux reflétés ou envisagés dans ces déclarations prospectives ou dans n'importe laquelle des études de cas ou prévisions. 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