



p.2 **Gestion Privée**

La société Civile Immobilière (SCI)

p.3 **Gestion Collective**

Le FCP Tiepolo Europe Rendement

p.4 **Analyse Financière**

Le Groupe ADP

ÉDITORIAL

À l'heure des choix...



ERIC
DOUTREBENTE
PRÉSIDENT

En ce printemps 2017, la France vit au rythme des sondages et des promesses électorales. L'ambiance est d'autant plus électrique que le résultat de ces élections est largement ouvert alors que le clivage traditionnel « gauche-droite » semble pour le moins ébranlé.

Notre système politique va-t-il voler en éclat au soir du 7 mai prochain comme le prédisent certains ?

En réalité, le scrutin le plus important est celui des élections législatives qui auront lieu les 11 et 18 juin prochains. Il sera en effet essentiel que la personne élue puisse disposer d'une majorité claire afin de pouvoir faire adopter les réformes pour lesquelles les Français se seront prononcés. Sans cette majorité (et celle du Sénat), la France pourrait être difficile à gouverner.

Dans cette attente, il est probable que les marchés continuent de faire montre d'un certain attentisme. Les investisseurs étrangers qui détiennent plus de la moitié de la capitalisation du marché français se sont en effet montrés moins actifs ces derniers mois. Cependant, ils n'ont pas – à ce jour – souhaité réduire leur exposition.

De fait, ces investisseurs professionnels ont une vision longue. Et comme cela doit être, ils voient plus loin que les promesses électorales et les annonces spectaculaires qui viennent souvent se fracasser sur l'autel de la réalité économique.

La France de juin 2017 ne sera probablement pas très différente de celle d'aujourd'hui, quel que soit le résultat des votes à venir. Mais elle a grand besoin de réformes structurelles et engageantes, contrairement à ce que pensent certains candidats.

Les Français sont inquiets de la dégradation de notre puissance économique, de l'insécurité, de constater les inégalités de notre système entre public et privé, de voir leurs enfants souffrir du chômage et manquer de perspectives. Ces détresses, souvent quotidiennes, font gonfler le torrent des extrêmes qui pourrait sortir de son lit...

Des solutions à tous ces maux existent et il y a, en France, des hommes et des femmes courageux et de talent, capables de conduire le pays vers un véritable renouveau. Chacun, en son âme et conscience, aura à s'en souvenir au moment des choix.

À **La Financière Tiepolo**, indépendamment des aléas politiques, nous restons fidèles à notre stratégie de gestion longue, basée sur des convictions fortes et éprouvées. Les entreprises cotées affichent des résultats 2016 globalement de très bonne facture et des perspectives 2017 non moins favorables. C'est le cas pour le **Groupe ADP** et des titres qui composent le **FCP Tiepolo Europe Rendement** que nous vous présentons dans ce numéro d'Esquisse.

En matière d'ingénierie patrimoniale, l'intérêt de **la Société Civile Immobilière (SCI)** est réel mais il doit être bien maîtrisé en amont.

Nous vous donnons, en page 2, les pistes à suivre pour en profiter.

À l'aube des dix ans de **La Financière Tiepolo**, nous restons plus que jamais volontaires et optimistes pour gérer au quotidien les actifs que vous nous confiez dans une démarche de confiance et de relation sur mesure, mus par la volonté de toujours mieux défendre vos intérêts.





Raymond Sorel
Gérant de portefeuilles

La Société Civile Immobilière (SCI)

La SCI est un outil patrimonial de gestion et de transmission utilisé par des personnes physiques et morales afin d'y loger des biens immobiliers créés ou en cours de création. Nous vous proposons ci-après notre vision de ses atouts et dangers.

I. La SCI face à l'indivision

A. La gestion

Les statuts fixent de façon souple le fonctionnement de la SCI. Le choix de son objet social doit s'effectuer avec soin pour éviter les irrégularités futures. En particulier il doit rester civil.

La SCI écarte les possibilités de blocage garanties par l'indivision, plus protectrice des droits individuels. En effet dans l'indivision, toute décision nécessite l'accord de tous les indivisaires, ou des deux tiers au moins pour les actes courants.

Un ou plusieurs gérants, choisis ou non parmi les associés, peuvent disposer de larges pouvoirs de gestion, actes d'administration et de disposition, des biens composant le patrimoine de la société. Mais pour être valable, tout acte doit être conforme à l'intérêt de la société. Les statuts peuvent prévoir certaines limites aux pouvoirs du gérant en imposant par exemple des autorisations préalables des associés (emprunts, hypothèque, ventes, engagements, etc.) sous peine de réparation ou révocation.

B. Le partage

Nul n'étant contraint de rester dans l'indivision, son partage peut être provoqué à la demande d'un seul indivisaire.

Quant à la SCI, elle ne peut être dissoute par anticipation qu'à la majorité requise (sauf dissolution judiciaire).

II. La SCI face au régime matrimonial

Les époux, seuls ou avec d'autres associés, peuvent apporter à une SCI un bien immobilier et le soustraire aux règles définies par leur régime matrimonial sans avoir à en changer.

L'apport du logement familial nécessite l'accord du conjoint, entraîne la perte de l'abattement de 30% en cas d'ISF et prive le conjoint survivant de ses droits légaux sur sa résidence principale.

III. La SCI face à la transmission

Une décote de 10%, voire plus, peut parfois être pratiquée sur l'assiette des droits. Et les dettes constituées diminuent cette assiette. En y associant les enfants, a fortiori mineurs ou incapables (tutelle ou curatelle), les parents peuvent leur transmettre une partie de leur patrimoine en dissociant la propriété et la gestion et en rendant moins présentes les autorités de protection. Et le principe du démembrement de propriété, avec ses règles et avantages, s'applique à la SCI. La cessibilité et la transmission à titre gratuit des parts peuvent être aménagées dans les statuts.

IV. Fiscalité et comptabilité

En principe, le régime est la fiscalité des personnes : IR (impôt sur le revenu) sur les résultats distribués ou non et régime des plus-values immobilières sur les cessions de parts, pour les associés de la même façon que pour un propriétaire direct. Une comptabilité est conseillée.

Mais la SCI sera obligatoirement assujettie à l'IS (impôt sur les sociétés) si l'activité est commerciale ou sur option irrévocable. Une comptabilité commerciale est alors obligatoire. Cette option permet de constituer des provisions, de déduire les rémunérations du gérant et les amortissements des immeubles, d'éviter l'imposition des associés si le résultat n'est pas distribué et de payer un IS parfois plus faible que l'IR (côté associés, fiscalité des valeurs mobilières pour les dividendes et les plus-values). Mais elle entraîne, entre autres, la perte des avantages liés à la fiscalité des personnes.

En conclusion, la SCI laisse une grande liberté aux associés qui la contrôlent. Mais elle peut parfois être un piège que l'indivision évite aux minoritaires.

Ces sujets étant complexes et soumis à une réglementation en constante évolution, ils suscitent débats et interprétations sur les plans civil et fiscal. C'est pourquoi nous sommes à votre entière disposition, avec nos partenaires notaires et avocats, pour étudier de façon approfondie vos objectifs et vous aider à choisir la structure la mieux adaptée à vos objectifs.

Les informations ci-dessus, données à ce jour, ont été puisées aux meilleures sources, sont non contractuelles, données sauf erreurs ou omissions de notre part et ne sauraient engager notre responsabilité.



Dominique Dequidt
Directeur Adjoint de la Gestion Collective
et de l'Analyse Financière

Le FCP Tiepolo Europe Rendement

Lancé en mai 2013, **le FCP Tiepolo Europe Rendement** répond à deux objectifs. Le premier est d'offrir aux clients de **La Financière Tiepolo** une expertise dans la gestion des valeurs européennes grâce à une démarche structurée. Le deuxième objectif est de trouver au sein de ces valeurs des sociétés de croissance qui offrent une rémunération croissante à leurs actionnaires. Du fait des taux d'intérêt très bas actuellement, notre sélection de valeurs privilégie les sociétés de qualité dont la volonté est de faire croître leur dividende. Ces sociétés ont pour caractéristique d'avoir une équipe dirigeante qui a établi une politique de distribution claire, allée à la volonté de stabiliser et fidéliser leur actionnariat. Mais, au-delà de la distribution d'un dividende, ces sociétés montrent, d'une part une capacité d'investissements qui assure à moyen terme la croissance du chiffre d'affaires et du résultat, d'autre part une capacité à dégager un cash-flow nécessaire pour le développement et la rémunération des actionnaires.

Pour arriver à notre sélection, nous appliquons un processus rigoureux au travers d'analyses quantitatives, de rencontres avec les sociétés, de rédaction d'analyses internes, d'organisation de conférences téléphoniques régulières avec les dirigeants et de nombreux voyages en Europe pour aller visiter les sites de productions. Nous évitons surtout les sociétés dont les rendements apparaissent faiblement élevés car la pérennité de ces derniers est généralement faible. C'est pourquoi nous privilégions des sociétés qui délivrent des dividendes compris entre 2% et 4% et dont le taux de distribution (*Pay-out*) reste soutenable dans le temps (moins de 60% en général, sauf exception).

Depuis trois ans, **le FCP Tiepolo Europe Rendement** a délivré une performance supérieure à celle de ses indices de références, couplée à une moindre volatilité.

Sur un plan sectoriel, notre préférence va aux valeurs industrielles qui disposent généralement d'une position de leader dans leur domaine.

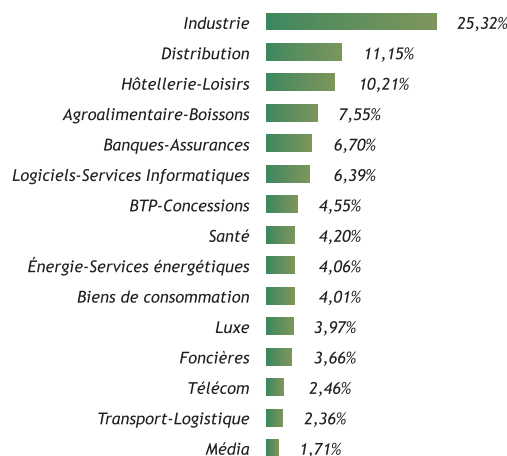
Sur un plan géographique, c'est la zone euro qui nous semble la plus appropriée à nos critères d'investissement (91% du portefeuille) et qui permet d'éviter les risques sur les devises.

Comme pour l'ensemble des fonds de **La Financière Tiepolo**, le choix des valeurs est le fruit d'un processus rigoureux avec une gestion collégiale. En outre, le mariage entre croissance et rendement nous paraît plus que jamais opportun pour un investissement efficace de long terme. C'est l'objet précis du **FCP Tiepolo Europe Rendement**.

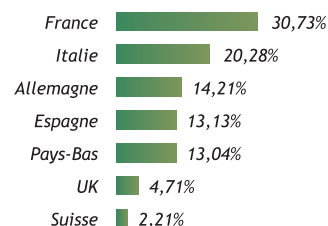
Principales Valeurs au 13-03-2017 avec leur rendement

Sociétés	% Portefeuille	Rendement
MELIA - Espagne	4,31%	0,8%
SOPRA-STERIA - France	3,75%	1,7%
ALPES (Cie) - France	3,56%	2,0%
AUTOGRILL - Italie	3,35%	2,0%
VEOLIA - France	3,32%	5,0%
ATLANTIA - Italie	3,10%	4,0%
SAF HOLLAND - Allemagne	3,00%	2,8%
CARREFOUR - France	2,78%	3,4%
CAIXA - Espagne	2,96%	3,8%
CAMPARI - Italie	2,67%	1,0%

Répartition sectorielle



Répartition géographique





Benjamin Rivière
Gérant de portefeuilles
Co-gérant du FCP Tiepolo Rendement



Le Groupe ADP

Le **Groupe ADP** est sans conteste, avec près de 100 millions de passagers annuels, l'un des principaux gestionnaires d'aéroports dans le monde. Il possède, avec

ses plateformes propriétaires de *Roissy Charles-de-Gaulle*, d'*Orly* et du *Bourget*, un outil unique capable de tirer profit à la fois de la situation centrale de Paris en Europe avec le *hub* d'*Air France* mais également de l'attrait de Paris, première ville touristique mondiale.

Cette configuration unique avec deux aéroports internationaux – à la différence de Londres dont les aéroports ne sont pas gérés par la même société – lui permet de servir au mieux ses clients, compagnies aériennes traditionnelles (*Sky Team*, *Star Alliance* ou *One World*) ou low-cost (*Easyjet*, *Transavia*...). De plus, les infrastructures existantes, avec notamment les deux doublets de pistes à *Charles-de-Gaulle*, permettront à **ADP** d'absorber sans difficulté la hausse du trafic prévue pour la prochaine décennie.

Pourtant, si **ADP** est un bon gestionnaire d'aéroports ce n'est pas ce qui nous intéresse ici. Le groupe l'a bien compris, les 100 millions de passagers qui transitent dans ses terminaux chaque année sont aussi 100 millions de clients potentiels pour des achats commerciaux. Ils peuvent dépenser beaucoup d'argent dans des boutiques qui ne sont pas soumises, pour une grande partie d'entre elles, aux taxes diverses et variées qui font le charme de notre beau pays. C'est pourquoi depuis 2010, avec la séparation des revenus entre l'activité de gestionnaire d'aéroports d'un côté et d'opérateur de commerces de l'autre, les surfaces commerciales n'ont cessé de progresser dans les aéroports de même que la qualité de service. Les aéroports parisiens sont ainsi devenus un immense centre commercial de 59 000m² (à titre d'exemple les grands centres commerciaux de banlieue parisienne font 110 000m² environ) proposant, non pas des enseignes de prêt-à-porter comme *Zara* ou *H&M* et des *fast-food* mais des boutiques de luxe comme *Hermès*, *Gucci* ou *Dior* et de la restauration haut de gamme avec *La Maison du Chocolat* ou *Ladurée*. Cerise sur le gâteau, le trafic dans les zones commerciales n'est pas corrélé à la consommation française qui reste atone mais à l'évolution du trafic aérien mondial en forte croissance. Au fil des années, les revenus provenant des boutiques et commerces sont ainsi devenus le principal contributeur aux résultats... et c'est de loin le business le plus rentable.

Certes **ADP** a souffert l'année dernière d'un contexte sécuritaire difficile qui a entraîné une baisse des ventes dans ses boutiques de luxe. Mais cette perte d'appétit pour la destination « Paris » de la part de riches (et moins riches) touristes venant du monde entier est en train de se retourner. Le trafic en provenance des destinations asiatiques est ainsi en forte hausse depuis début 2017.

Le dernier point noir du groupe reste le développement immobilier. Les immeubles vides de *Cœur d'Orly* ont été particulièrement mal gérés. Un nouveau patron de cette branche a été nommé et une nouvelle stratégie plus prometteuse, reposant davantage sur l'immobilier hôtelier, a été adoptée.

La valorisation du titre, malgré un beau parcours ces cinq dernières années (+75%), reste largement inférieure à celle de ses comparables directs mais également au regard des nombreuses transactions qui ont eu lieu dans le secteur. Tout le monde sait que l'État français (encore actionnaire à 50,6%) est à cours d'argent et que Vinci, principal actionnaire privé du groupe (8%), a prioritairement axé son développement sur les aéroports. Cet élément constitue un facteur de soutien important pour le titre qui recèle encore, selon nous, un important potentiel de valorisation.



En Millions d'Euros	2015	2016	2017*
Chiffre d'affaires	2 916	2 947	3 038
Marge opérationnelle	24,5%	24,2%	24,9%
Résultat net	430	435	436
Endettement net	2 693	2 718	3 298
PER	24,6x	23,1x	24,7x

*Estimé