

Classification : Actions des pays de la Communauté Européenne - FCP conforme aux normes européennes  
Ce fonds investi au minimum à 75% en actions européennes est exposé aux risques de l'évolution des marchés d'actions.  
Éligible au PEA et à l'Assurance-Vie. Ce type de produits est également accessible à une clientèle non professionnelle.

## Rapport de Gestion Semestriel / Juin 2011

L'objectif du FCP Tiepolo Rendement est, dans le cadre d'une allocation dynamique actions décidée par la société de gestion, de profiter du développement de l'économie européenne en investissant sur tous les marchés d'actions européennes et en orientant plus particulièrement la recherche vers des sociétés dont les titres présentent un caractère défensif par la distribution d'un dividende élevé qui est versé de façon régulière et pérenne. Il sera tenu compte également de la qualité du bilan et des principaux ratios financiers. Les gérants s'intéresseront aussi aux sociétés qui sont délaissées, sous-évaluées par le marché, en situation de retournement économique du fait d'une réorganisation ou d'une amélioration du climat des affaires. Les gérants chercheront dans le même temps à limiter les risques de forte variation du portefeuille.

**Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps.**

**La période minimum de détention recommandée pour ce fonds est de 5 ans.**

**Ce fonds ne convient pas aux investisseurs qui pensent devoir récupérer leurs investissements avant 5 ans.**

**Les performances indiquées pour ce FCP sont calculées en tenant compte du réinvestissement des dividendes encaissés.**

**Les performances des indices de comparaison sont fournies par Europerformance. Elles sont calculées dividendes non-réinvestis.**



Eric Doutrebente

Benjamin Rivière

### Caractéristiques au 30/06/11

**Valeur liquidative** Part C : 9,34 € Part D : 8,60 €

**Nombre de parts** Part C : 6 022 122 Part D : 44 050

**Actif net du Fonds** 56 616 395,09 €

**Nombre de lignes** 39

### Principales positions du Portefeuille investi

Sociétés	Poids	Rendement
ZODIAC	5,80%	1,67%
CIMENTS FRANÇAIS	4,92%	4,11%
ADP	4,73%	2,34%
REMY COINTREAU	4,65%	3,96%
EDENRED	4,41%	2,38%
GUYENNE GASCOGNE	3,90%	4,71%
RUBIS	3,82%	3,49%
VALLOUREC	3,52%	2,08%
CHRISTIAN DIOR	3,36%	1,94%
VINCI	3,22%	3,78%

### Modalités

**Frais de gestion** 2,4% TTC maximum

**Droit d'entrée** 3% maximum dont 0 acquis au fonds

**Droit de sortie** 1% maximum dont 0 acquis au fonds

**Dépositaire** CM-CIC Securities

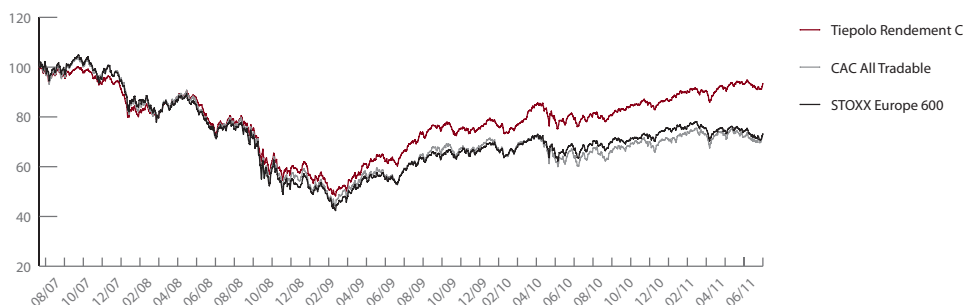
**C.A.C.** Constantin & Associés

**Valorisation** Quotidienne, sur la base des derniers cours du jour

**Dernier coupon net distribué le 03/03/11**

**0,14 €**

### Performances depuis le 27/07/07

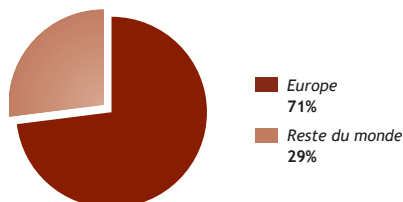


	30/06/11	1 mois (31/05/11)	6 mois (31/12/10)	1 an glissant	Origine (27/07/07)
<b>VL Tiepolo Rendement C</b>	9,34 €	9,48 €	8,67 €	7,75 €	10,00 €
<b>Performances</b>					
Tiepolo Rendement C	-1,48%	7,73%	20,52%	-6,60%	10,52%
CAC All Tradable	-0,63%	4,98%	17,67%	-26,90%	17,17%
STOXX Europe 600	-2,92%	-1,07%	12,14%	-26,79%	14,08%

### Votre FCP a réalisé les principaux mouvements suivants au cours de la période

Achats	Ventes
SECHE ENVIRONNEMENT	VIVENDI
KESA ELECTRICALS	IPSEN
ENTREPOSE CONTRACTING	VEOLIA
EDENRED	SEQUANA
ADP	

### Exposition géographique du CA des sociétés présentes à l'actif du fonds



### Répartition sectorielle du Portefeuille investi

Industrie	21,65%
BTP-Concessions	13,27%
Énergie-Services énergétiques	12,60%
Banques-Assurances	12,09%
Matériaux de construction	6,71%
Distribution	6,17%
Hôtellerie-Loisirs	5,33%
Holding	5,05%
Agroalimentaire-Boissons	4,65%
Autre	4,41%
Luxe	3,36%
Matières premières	2,42%
Transport-Logistique	2,28%

**Rendement moyen pondéré de la part actions du Portefeuille au 30/06/11**

**3,94%**

Votre FCP a participé aux Assemblées Générales suivantes au cours de la période

Société	Date
CIMENTS FRANÇAIS	13/04
RUBIS	9/06
GÉRARD PERRIER	23/06
CNIM	26/06
ESSO	28/06

Au cours de ce semestre, les gérants et analystes de la Financière Tiepolo ont participé à 254 réunions de présentations de sociétés.

### Les marchés financiers au 1<sup>er</sup> Semestre 2011

Les marchés financiers ont connu plusieurs phases au cours du semestre écoulé. Voulant croire à la fin des maux qui nous touchent depuis bientôt quatre ans, ils ont entamé l'année en fanfare et, par excès d'optimisme, affiché des performances importantes (+9,5% pour le CAC 40 au 17 février !) : rattrapage technique, tiré par les hausses des grandes valeurs financières mais qui a rapidement fait long feu.

En effet, dès la mi-février, le « Printemps arabe » a jeté le trouble sur les prix du baril de pétrole et le spectre d'un choc pétrolier a commencé à inquiéter. Le terrible tsunami japonais du 11 mars dernier a ensuite affolé la planète et relancé le débat sur la sécurité nucléaire. Il n'en fallait pas plus pour

que l'ensemble des matières premières connaissent un retournement brutal et une forte hausse de leur volatilité.

Enfin, très vite, les vrais problèmes ont refait surface : ralentissement de la croissance aux USA, toujours empêtrés dans leurs déficits chroniques, et nouvelle crise de confiance sur l'euro liée à la poudrière des dettes galopantes de plusieurs pays européens qui continue de cristalliser toutes les inquiétudes.

Au final, sur les grands marchés actions des pays occidentaux, les performances semestrielles sont plutôt positives (entre +1% et +7%) alors que les pays émergents sont notablement moins à la fête (-6% en moyenne). Le résultat de votre fonds est, quant à lui, satisfaisant.

### Quelques valeurs de votre fonds à la loupe

**SEQUANA** : L'objectif de notre investissement sur le titre Sequana était de bénéficier du redressement du groupe. Cette société qui fabrique et distribue du papier avait entamé en 2008 un recentrage stratégique sur le métier de la distribution. Elle promettait un rapide retour à la croissance et un redressement des marges. Ce retournement a pris plus de temps que prévu et les perspectives restent, à ce jour, incertaines. Nous avons été déçus. Le titre est peu cher mais le métier n'est pas facile. Il semble que la société puisse « respirer » un peu au second semestre 2011 grâce à des hausses de prix au premier semestre, à une détente probable des prix de la pâte à papier et à un assainissement probable du marché. Il n'en demeure pas moins que le marché est en décroissance à long terme et que la possible amélioration opérationnelle pour Sequana vient plus d'hypothèses de marchés que des qualités intrinsèques du groupe. Nous avons donc cédé notre position au profit d'entreprises bénéficiant d'un horizon meilleur et officiant dans des marchés plus porteurs. Nous avons initié la ligne à 23 € en 2007 et renforcé en 2009 entre 6 € et 10 €. Nous avons dû nous résoudre à vendre en mars 2011 à 12 €. Chiffre d'affaires 2011 estimé : 4,3 milliards € ; PER 2011e : 7x ; Rendement : 4,2%.

**KESA ELECTRICALS** : Cette société anglaise de distribution, troisième groupe européen de l'électrodomestique, gère essentiellement les enseignes Comet en Grande Bretagne et Darty en France. Comet, numéro deux sur son marché, souffre depuis des années de la forte concurrence que se livrent les

différentes entreprises du secteur et rien ne semble pouvoir inverser cette tendance. A l'inverse, Darty, très bien positionnée, gagne régulièrement des parts de marché tout en augmentant ses résultats, si bien qu'aujourd'hui l'enseigne qui représente un peu moins de 50% des ventes totales du groupe dégage 139% de ses résultats. De récents développements, initiés par le premier actionnaire de KESA, le fonds activiste Knight Vinke, laissent à penser que le groupe serait prêt à se séparer de sa branche anglaise déficitaire. Ne resterait plus alors que le très rentable Darty. La valorisation du groupe est l'une des plus faibles du secteur (12% du chiffre d'affaires) et nous espérons qu'une fois la branche anglaise cédée, le marché redécouvrira le dossier sous un nouveau jour. Le rendement important du titre semble garanti par les performances de Darty. Chiffres d'affaires 2011 estimé : 5,9 Milliards € ; PER 2011e : 9,9x ; Rendement : 4,8%.

**VALLOUREC** : Le groupe, spécialiste de la fabrication de tubes sans soudure à destination des industries pétrolière, électrique et mécanique, devrait connaître un nouvelle période de croissance forte après les vaches maigres de 2010. Non seulement la prospection et l'extraction pétrolière sont en plein développement dans le monde entier mais, en plus, les commandes (très rentables) destinées aux nouvelles centrales électriques repartent fortement. Le groupe vient d'inaugurer sa nouvelle usine au Brésil qui lui procurera 27% de capacités supplémentaires, destinées à la fois à l'export mais aussi au marché intérieur brésilien très porteur. De même, il

inaugurera en 2012 une nouvelle tuberie aux USA. Ces deux investissements montrent la volonté du groupe de poursuivre sa croissance malgré un contexte économique incertain. Nous estimons que, offrant de telles perspectives, ce leader mondial devrait être beaucoup mieux valorisé qu'il ne l'est à ce jour et nous n'hésiterons pas à tirer profit de la moindre faiblesse du titre pour nous renforcer. Chiffres d'affaires 2011 estimé : 4,5 Milliards € ; PER 2011e : 6,4x ; Rendement : 2,1%.

**REMY COINTREAU** : Le groupe de spiritueux a changé de profil au cours de ce semestre. Après plusieurs années passées à essayer de redresser sa branche champagne (Piper et Charles Heidsieck), le groupe a finalement décidé au printemps dernier de la vendre au plus offrant et le résultat est au rendez-vous. Le prix obtenu dépasse toutes les attentes du marché et de la profession (412 Millions €). Cela leur permettra à la fois de faire disparaître leur dette tout en continuant à investir sur des segments plus rentables au sein du groupe avec l'apport de possibles acquisitions. Par ailleurs, cette cession leur permet d'augmenter fortement leur rentabilité et donc, potentiellement la valorisation du groupe. Le cognac qui représente aujourd'hui la plus grande part de leur résultat reste dans la bonne direction, la consommation en Chine ne se démentant toujours pas. Nous restons des actionnaires fidèles de ce groupe encore familial qui défend une stratégie de long terme fortement créatrice de valeur. CA 2011 estimé : 966 Millions € ; PER 2011e : 19,3x ; Rendement : 3,90% (dont une partie liée à un coupon exceptionnel).

### Perspectives

Le deuxième semestre restera sûrement difficile sur de nombreux aspects et l'arbre grec, qui cache mal d'autres forêts en danger, va constituer un premier dossier brûlant pour Mme Lagarde au FMI. L'Euro devra regagner la confiance des grands investisseurs mondiaux, ce qui ne sera pas une sinécure. A ce titre, nous maintenons fermement notre stratégie d'investir très peu sur le secteur financier (banques, assurances). Il y a encore trop d'incertitudes. Enfin, le contexte politique continuera de rester tendu en France et en Europe où la tentation des extrêmes gagne du terrain dans de nombreuses couches sociales. Il faudra avoir le courage de s'attaquer aux vrais problèmes et trouver de vraies solutions. On n'est pas encore sur le bon chemin semble-t-il...

Pour se protéger des aspects psychologiques et techniques, la bonne solution est de toujours garder le cap des

investissements de qualité sur longue période. C'est le travail d'analyse et la connaissance approfondie des sociétés et de leurs équipes de direction qui permettent de déceler les cibles prometteuses.

Par ailleurs, il se confirme que les économies mondiales restent sur le chemin de la croissance, que l'emploi redémarre lentement et que la plupart des entreprises vont continuer d'améliorer leurs marges en 2011. Enfin, comme nous l'indiquions fin 2010, la valorisation de très nombreuses actions est réellement attrayante, ce qui est loin d'être le cas pour les autres classes d'actifs (immobilier, obligations, matières premières) qui présentent un profil de risque plus élevé qu'on ne voudrait l'avouer. Ces raisons nous confirment dans la stratégie d'investissement que nous poursuivons et que nous maintiendrons au cours du semestre à venir au sein de votre fonds.