



Rapport de Gestion Trimestriel / Septembre 2007



Éric Doutrebente



Benjamin Rivière

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.

Rendement moyen pondéré du Fonds au 30/09/07

3,61%

Performances	1 mois	2 mois
Tiepolo Rendement	-1,01 %	-2,30 %
CAC 40	0,65 %	-0,62 %
DJ STOXX 600	0,51 %	-0,58 %

Principales positions		
Sociétés	Poids	Rendement
SILIC	4,63 %	3,16 %
FORTUM	4,08 %	4,90 %
EULER HERMES	3,91 %	4,28 %
RALLYE	3,81 %	3,48 %
VINCI	3,47 %	2,42 %
RUBIS	2,93 %	2,12 %
BNP PARIBAS	2,92 %	4,04 %
TOTAL	2,89 %	3,28 %
IMERYS	2,84 %	2,81 %
FRANCE TELECOM	2,83 %	5,11 %

Modalités	
Code ISIN	FR0010501296 (Part C) FR0010505321 (Part D)
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
Valorisation	Quotidienne, sur la base des derniers cours du jour
Placement recommandé	Supérieur à 5 ans

Répartition Géographique	
1. France	71,91 %
2. Liquidités	18,06 %
3. Finlande	4,08 %
4. Italie	2,80 %
5. Suisse	2,09 %
6. Allemagne	1,06 %

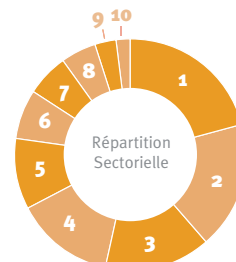
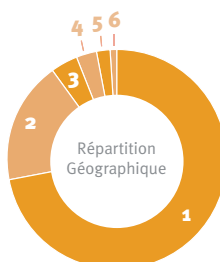
Caractéristiques au 30/09/07		
Valeur liquidative	Nombre de parts	
Part C	9,78 €	1 609 157
Part D	9,78 €	3 728
Actif net du Fonds	15 775 987,49 €	
Nombre de lignes	37	
PEA	OUI	

Répartition Sectorielle	
1. Energie-Services énergétiques	21,42 %
2. Liquidités	18,06 %
3. Banques-Assurances	14,82 %
4. Holding	13,68 %
5. Industrie	9,81 %
6. Media-Télécommunications	6,75 %
7. Concession	5,80 %
8. Foncière	4,63 %
7. Construction-BTP	2,84 %
8. Distribution	2,19 %

Création du Fonds le 27 juillet 2007 avec une valeur liquidative de 10 €.

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

Sources : Europerformance (dividendes non-réinvestis)



Les marchés au 3^{ème} trimestre 2007

Cela devait arriver. A force de rechercher les profits à court terme, certaines sociétés américaines de crédit hypothécaire, attirées par les forts rendements générés par une clientèle peu solvable (crédits dits subprime), ont fini par se prendre les pieds dans le tapis. La hausse des taux d'intérêt de la Fed, suivie de la baisse de l'immobilier résidentiel bas de gamme aux Etats-Unis, n'a plus permis à cette clientèle fragile d'honorer ses échéances. Concomitamment, par l'intermédiaire de produits complexes, ces sociétés de crédits s'étaient débarrassées d'une partie de ces prêts auprès des investisseurs. Ceux-ci, inquiets, ont soudainement arrêté d'y souscrire, provoquant une crise de liquidité au sein des établissements bancaires pourtant chargés de l'assurer. De ce fait, ces banques, soucieuses de se protéger, ont soudain refusé de se prêter les unes aux autres, accentuant ainsi le phénomène. Les banques centrales sont venues jouer les pompiers en prêtant avec libéralité aux banques l'argent dont elles avaient besoin pour honorer leurs propres échéances. Cette crise de confiance n'a pas épargné les marchés d'actions qui ont tous baissé au cours de ce trimestre. Les valeurs moyennes, par définition moins liquides que leurs grandes sœurs, ont été les plus visées par ces mouvements. Comme toute crise de confiance, son issue est imperceptible mais certaine. Soyons donc patients et, fidèles à notre feuille de route, continuons d'acheter les valeurs aux fondamentaux sains.

SILIC - La crise de l'immobilier américain n'a pas épargné cette foncière spécialisée dans la gestion de parcs d'affaires, le cours abandonnant un peu moins de 30% pendant l'été. Ce cours ne reflète plus les fondamentaux de l'entreprise qui n'ont pas changé en trois mois : un marché de l'immobilier d'entreprise toujours porteur en Ile de France, un portefeuille de bureaux bien situés et un programme de développement, représentant plus de 15% des surfaces détenues par le groupe, assuré jusqu'en 2010. Le titre offre une décote de 5% par rapport à son ANR et un rendement de 3,10%.

RALLYE - Le holding de contrôle du groupe Casino offre une décote d'un peu moins de 10% par rapport à son ANR. Le groupe Casino qui en est le principal actif, semble doucement remonter la pente, après avoir connu plusieurs déboires à l'international comme en France. Seules les enseignes Franprix et Leader Price, principales déconvenues du groupe au premier semestre et qui vont être reprises en main

par le management de Casino, viennent ternir le tableau. N'oublions pas que le groupe possède une forte exposition à l'Amérique Latine où il possède de solides positions de leader.

VINCI - La stratégie de constructeur concessionnaire initiée par l'ancien Président du groupe porte ses fruits si l'on en juge par les derniers résultats du groupe qui volent de record en record. Cela lui a permis d'améliorer considérablement la visibilité de ses revenus et de ses cash-flows, l'activité concessions représentant les deux tiers du résultat opérationnel. Mais cela lui permet également de se positionner plus que jamais comme opérateur global sur les futurs contrats public-privé dont on attend une explosion en Europe et particulièrement en France.

BNP Paribas - Le géant bancaire français aura connu bien des difficultés cet été en bourse. Certes le groupe possède une activité de banque de réseau aux Etats-Unis, mais qui n'est pas présente dans le

subprime ; certes la banque a fermé trois fonds monétaires dynamiques qu'elle a ré-ouverts depuis ; certes la banque est présente sur les marchés de capitaux particulièrement perturbés cet été. Mais BNP Paribas est avant tout une banque universelle, présente sur des métiers très variés et stables. A moins de 9 fois les résultats 2007 et avec un rendement de 4%, nous pensons que le marché a sur-réagit et maltraite le titre.

FORTUM - Fortum est l'un des leaders scandinaves de l'électricité. Sa particularité tient au fait que, à l'instar d'EDF, la plus grande partie de sa production d'électricité (90%) est faite à partir d'énergies sans CO₂ (37% d'origine hydroélectrique et 46% d'origine nucléaire). Le groupe devrait bénéficier dans les prochaines années à la fois d'un marché électrique européen de plus en plus intégré (les prix scandinaves étant les plus faibles) et de sa stratégie d'implantation en Russie par l'intermédiaire de participations dans des compagnies russes.

Perspectives

La désormais fameuse crise des subprime aura en définitive permis de laisser respirer le marché ; il ne faut pas le regretter. Alors que nous trouvions que certaines valorisations devenaient un peu tendues après plus de quatre ans de hausse boursière pratiquement ininterrompue, la situation semble désormais plus saine. Certes, le coup a été un peu rude, mais cette baisse des marchés aura permis un retour à la raison des investisseurs avant que la situation ne devienne critique pour cause de surévaluation. On sait où cela conduit... Les investisseurs se souviennent donc que les marchés ont toujours deux sens possible de variation. Ensuite, comme à chaque « panique », nous assistons à un classique mais sain retour à la qualité et aux fondamentaux. Même si toutes les incertitudes ne sont pas encore levées, nous restons confiants pour l'avenir. Dans un premier temps, il est bon d'observer que la croissance des résultats des entreprises demeure bonne et souvent supérieure aux attentes. C'est là le principal moteur des marchés. Par ailleurs, les valeurs moyennes ont été survendues par des fonds frileux ou des investisseurs acculés à la vente par leurs positions spéculatives. Dès le retour au calme, ces valeurs dont nous sommes très friands retrouveront inéluctablement les faveurs des investisseurs. Enfin, en cas de rechute des marchés (toujours possible), les valeurs moyennes ayant déjà plus baissé que d'autres se trouveraient relativement protégées. En d'autres termes, le risque de baisse s'est considérablement réduit.