

# ESQUISSE

LETTRE  
D'INFORMATION  
DE  
TIEPOLO

N°48  
NOVEMBRE 2024





DIRECTEUR DE LA PUBLICATION :  
Dominique Villeroy de Galhau

EDITÉ PAR :  
Financière Tiepolo  
RCS 498 003 268  
48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris  
[www.tiepolo.fr](http://www.tiepolo.fr) - [contact@tiepolo.fr](mailto:contact@tiepolo.fr)  
+33 (0)1 45 61 78 78  
Société de gestion de portefeuilles  
agrée par l'Autorité des Marchés  
Financiers (AMF) sous le numéro  
GP 07-000019  
AMF - [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

CRÉDIT PHOTO COUVERTURE :  
Unsplash/David Emrich

CONCEPTION ET RÉALISATION :  
[www.agencele6.com](http://www.agencele6.com)



p.4

## ÉDITO

Une France malade mais ni seule  
ni sans solutions

p.6

## GESTION PRIVÉE

Les atouts du PER bancaire

p.8

## GESTION COLLECTIVE

Tiepolo Patrimoine : un fonds diversifié  
international avec un profil résilient

p.10

## ZOOM SUR...

Dassault Systemes : un retour en grâce  
en 2025 ?

# UNE FRANCE MALADE MAIS NI SEULE NI SANS SOLUTIONS

La dissolution surprise décidée par le Président Macron en juin dernier a eu plusieurs effets : démontrer que nos gouvernements ont privilégié les intérêts particuliers au détriment de l'intérêt général, faire comprendre à tous que les programmes électoraux des extrêmes sont dangereux pour notre économie mais surtout, hélas, que notre beau pays est au bord de la cessation de paiement et qu'il est plus que temps de réagir.

C'est malheureusement peu de dire que le gouvernement précédent n'a rien fait pour contrer cette situation et que, sous le prétexte post-Covid du « quoi qu'il en coûte », les finances publiques n'ont cessé de se dégrader depuis 2020.

Quasiment 6% de déficit soit 175 milliards € de dette publique supplémentaire en 2024 ! C'est, il faut le dire, un échec absolu qui devrait jeter l'opprobre sur les responsables incriminés. Car les conséquences sont lourdes pour notre pays, notre économie, nos enfants et petits-enfants. Nous allons devoir emprunter plus cher et sur des durées plus longues pour rembourser notre dette ! Aujourd'hui, le taux d'emprunt de la France est supérieur à celui de la Grèce et du Portugal...

La tâche du gouvernement Barnier est donc ardue sur le plan économique, voire même impossible compte tenu de sa fragilité politique.

Il doit aller chercher des économies partout où cela sera possible sans pour autant casser le peu de croissance actuelle (1,2%). Les hausses d'impôts sont donc à proscrire et la réduction des dépenses impérative. Les domaines où des économies peuvent être réalisées sont bien identifiés : prestations et fraudes sociales, retraites, immigration, nombre de fonctionnaires, aide médicale gratuite, chômage, etc.

C'est donc un jeu d'équilibrisme particulièrement périlleux qui attend le gouvernement actuel. Son échec pourrait signifier la mise sous tutelle de notre pays par le FMI/BCE et la potion administrée serait amère.

Cependant, la France a des atouts et n'est pas sans solutions. Elle reste, à ce jour, une destination très prisée des touristes et des investisseurs étrangers. Elle a su mettre un accent fort sur le développement des nouvelles technologies



ROLAND  
de DEMANDOLX  
*Président*



PHILIBERT  
de RAMBUTEAU  
*Directeur Général*

et trouver les financements nécessaires pour cela.

La France n'est pas seule et bénéficie du soutien de partenaires économiques solides, notamment de celui de la BCE, tout en restant un leader en Europe au moment où l'Allemagne continue de s'enfoncer dans la crise.

Il nous importe dans cet éditorial d'évoquer également la publication récente du rapport de Mario Draghi, ancien patron de la BCE et premier ministre italien, sur la compétitivité de l'Europe.

Il évoque trois axes majeurs pour réformer et relancer la croissance : innover massivement et combler le retard technologique ; mettre en place un plan commun pour la décarbonation et la compétitivité ; renforcer la sécurité et réduire la dépendance, notamment énergétique.

Une place plus visible aurait pu être accor-

dée à l'enseignement et l'éducation mais le plan vise tout de même 800 milliards € d'investissements d'ici 7 ans.

Et Mario Draghi pointe la France comme devant et pouvant prendre une place de leader dans la mise en œuvre des mesures envisagées.

**Souvenons-nous de l'élan magnifique observé pendant les JO de Paris cet été. La France a su répondre avec brio à ce défi immense et a envoyé au monde un message fort. Elle est capable du pire, certes, mais aussi du meilleur !**

# LES ATOUTS DU PER BANCAIRE

Désormais bien connu des épargnants, le Plan d'Epargne Retraite ou PER est une enveloppe de placement destinée à constituer un capital disponible au moment de la retraite.

Il offre un avantage fiscal à l'entrée puisque son titulaire peut déduire de son revenu imposable le montant des primes qu'il verse sur son plan (dans la limite de certains plafonds\*).

Le PER s'adresse donc en priorité aux personnes imposées dans les tranches hautes du barème de l'impôt sur le revenu (afin de profiter plus efficacement de la déductibilité des primes) et qui ont la possibilité de bloquer des capitaux à long terme.

Au moment de sa retraite, le titulaire du plan peut puiser tout ou partie de son épargne, au gré de ses besoins. Ces retraits sont alors entièrement fiscalisés : le capital au barème progressif et les gains au PFU. S'il dispose déjà par ailleurs de sources de revenus complémentaires moins fiscalisées (PEA, épargne salariale disponible, contrat d'assurance vie, etc.), il peut décider de maintenir son épargne au sein de son PER jusqu'à son décès pour la transmettre à son conjoint ou ses enfants. Le PER devient alors un outil de transmission efficace, surtout lorsqu'il

revient au conjoint survivant qui est exonéré de droits de succession.

## UNE POSSIBLE GESTION EN TITRES VIFS

Les caractéristiques du PER en font donc une enveloppe de placement à long terme par nature ce qui, en fonction de l'appétence au risque de son titulaire, le rend compatible avec les investissements en actions.

Dans cette perspective, **Tiepolo** peut vous proposer l'ouverture d'un PER bancaire. Ce dernier présente des caractéristiques communes avec le PER assurance (déductibilité des primes, sortie en capital tout ou partie, etc.), à la différence que les sommes sont déposées auprès d'un établissement bancaire et non d'un assureur, sous la forme d'un compte titres. Il offre accès à un large choix de supports financiers, des fonds actions, monétaires, obligataires mais, surtout une gestion privée en actions en direct (titres vifs) que **Tiepolo** sélectionnera dans le cadre d'un mandat de gestion spécifique.



ALEXIS  
REIGNERON  
*Ingénieur  
Patrimonial*



ROMAIN  
DELETTREZ  
*Gérant de  
portefeuilles*

Le PER bancaire peut, en outre, recevoir par transfert d'autres dispositifs d'épargne retraite existant (Madelin, PERP, art. 83, etc.), ce qui permet de regrouper et dynamiser une épargne souvent peu suivie, voire dormante.

## UNE TRANSMISSION À ORGANISER

Le PER bancaire se distingue du PER assurance au décès de son titulaire. En effet, contrairement au PER assurance où les capitaux décès sont répartis en fonction de ce que prévoit la clause bénéficiaire et dont le régime fiscal est proche de l'assurance vie, le PER bancaire est soumis aux règles de la dévolution légale (comme un PEA ou un bien immobilier par exemple) et aux droits de succession dans les conditions de droit commun.

Dès lors, si l'épargnant souhaite gratifier une personne précise de son PER bancaire, son conjoint par exemple, il devra prendre des dispositions en ce sens : la rédaction d'un testament ou la mise en place d'une clause de préciptut, dans le cadre d'un régime communautaire ou d'une société d'acquêts.

Après étude de votre situation et de vos objectifs, nous sommes à votre disposition pour vous accompagner dans la mise en place d'un PER bancaire, tant pour la gestion financière que les aspects juridiques et patrimoniaux.

Achevé de rédiger le 20 octobre 2024

*Les investissements dans les instruments financiers comportent des risques et peuvent entraîner la perte de tout ou partie de votre investissement initial. Les rendements ne sont pas garantis.*

\*La Loi de Finance en préparation pour 2025 pourrait revoir certaines dispositions du PER. Nous ne manquerons pas de vous tenir informés.

## TIEPOLO PATRIMOINE

UN FONDS DIVERSIFIÉ  
INTERNATIONAL  
AVEC UN PROFIL RÉSILIENT

Créé le 27 février 2020, le fonds Tiepolo Patrimoine a été lancé avec l'ambition de proposer une gestion patrimoniale de qualité, axée sur la préservation et la valorisation du capital à long terme.

L'objectif de gestion de **Tiepolo Patrimoine** est la recherche d'une performance annuelle de 3% nette de frais de gestion\* sur la durée de placement recommandée de 3 ans minimum. Il ne bénéficie pas d'une garantie en capital. Il vise à maintenir une faible volatilité, avec un risque de 2 sur une échelle de 7, très inférieure à celle des marchés actions.

Depuis sa création, **Tiepolo Patrimoine** a dû s'adapter à un contexte économique particulièrement complexe, marqué par la pandémie de COVID-19, une remontée historique des taux d'intérêts entraînant un krach obligataire en 2022, des incertitudes géopolitiques et d'importantes fluctuations des marchés actions.

Malgré ce contexte difficile, le fonds **Tiepolo Patrimoine** a démontré sa résilience en affichant une performance de +13% depuis son lancement soit une performance annualisée nette de 2,8%, proche de son objectif de gestion.

Cette performance a été atteinte grâce à une allocation d'actifs flexible, une sélection rigoureuse des supports d'investissement et un travail d'équipe au sein de notre Comité de Multigestion.

**Quelles sont les classes d'actifs privilégiées au sein du fonds ?**

La philosophie de gestion du fonds repose sur une approche diversifiée par classe d'actifs et zones géographiques. Le fonds est structuré selon une allocation d'actifs stratégique de long terme (entre les obligations, les actions et le monétaire), pouvant évoluer de manière flexible selon le contexte économique et de marché.

Celle-ci permet de combiner la stabilité offerte par les obligations et les autres instruments de taux avec le potentiel de croissance des actions. Cette approche conservatrice vise à offrir aux investisseurs une performance régulière avec une volatilité maîtrisée.

**Comment s'effectue la sélection de fonds au sein du portefeuille ?**

Depuis 2014, nous avons développé chez **Tiepolo** un processus de sélection de fonds externes (fonds non gérés par **Tiepolo**) précis sur lequel les gérants de



ROLAND  
de DEMANDOLX  
Président



THIBAUT MUNINI  
Gérant  
de portefeuilles

**5 premières positions**

UNION PLUS	14,9%
OFI INVEST ESG MONETAIRE	14,8%
SCHRODER ISF EURO	5,7%
GENERALI EURO CORPORATE SHORT TERM BONDS	5,4%
OCTO CREDIT VALUE	5,1%

**Répartition par classe d'actifs**

Données au 15/10/2024



**Tiepolo Patrimoine** s'appuient permettant d'assurer une sélection qualitative et performante. Outre les aspects de recherche de fonds et d'audit approfondi, nous attachons une attention particulière à la dimension humaine en multipliant les rencontres avec les équipes de gestion tout au long de l'année.

**Quel est son positionnement actuel ?**

Depuis le début de l'année le fonds réalise une performance de +5,80% grâce à la combinaison d'une allocation d'actifs et géographique diversifiée et d'une sélection de gérants expérimentés.

Dans un environnement actuel favorable aux produits de taux, nous continuons

de privilégier une exposition élevée aux fonds monétaires (30% du fonds) ainsi qu'aux obligations (47% du fonds). Notre positionnement sur les actions est, quant à lui, plus défensif (20% du fonds) et favorise une forte diversification internationale (49% aux Etats-Unis, 46% en Europe et 5% dans le reste du monde). Ce positionnement devrait permettre au fonds d'aborder sereinement les prochains trimestres.

*\*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.*



## DASSAULT SYSTEMES : UN RETOUR EN GRÂCE EN 2025 ?

+2927% : il s'agit de la performance depuis l'introduction en bourse en 1996 du leader mondial des logiciels de conception 3D. Un chiffre qui dépasse de loin tous les indices européens. En 30 ans, la filiale à 40% du groupe Dassault n'a connu que 2 années de déclin de son chiffre d'affaires.

Crises économiques, bulle internet, émergence de concurrents féroces, crises sanitaires, rien n'a jamais pu enrayer la formidable histoire du plus grand éditeur de logiciel français.

Pourtant, depuis son plus haut historique de novembre 2021 (57€), le titre est en baisse de 42%, (à 33€) victime du resserrement monétaire mais pas que... Posons-nous trois questions pour comprendre les causes de cette baisse et voyons les réponses.

**Y a-t-il eu des erreurs stratégiques chez Dassault Systèmes qui justifient ce désamour des investisseurs ?**

Oui... et non. **Dassault Systèmes** a racheté **Medidata** en 2019 pour 5,8md\$. Il s'agit de sa plus grosse acquisition et dans un domaine très différent de ses racines industrielles, les essais cliniques. C'était un pari risqué. Certains analystes y voient encore aujourd'hui une fuite en avant liée à l'émergence de concurrents dans les métiers historiques du groupe. **Dassault Systèmes** a vu le jour en 1981 afin d'informatiser la conception des avions du groupe Dassault. Le logiciel en question qui s'appelle aujourd'hui **CATIA** a

très rapidement surpassé son concurrent historique américain (**IBM**). Le succès a été tel que le groupe a tiré profit de son avance technologique pour proposer son outil à des nouveaux clients dans l'automobile, l'industrie ou le maritime. Il est ainsi devenu le leader ou co-leader mondial, selon les applications, face à des acteurs tels **Siemens** ou **Autodesk**, avec une part de marché généralement supérieure à 20%. A ce jour, personne ne peut affirmer que **Dassault Systèmes** a perdu des parts de marché. En revanche, le groupe est devenu leader mondial dans un segment adjacent, diversifiant et en croissance. Un mal pour un bien.

**Les deux récentes vagues d'innovation (Cloud et IA) incarnent-elles un risque ou une opportunité ?**

Une opportunité. **Dassault Systèmes** n'est pas précurseur dans le cloud mais y travaille activement et l'IA est, au mieux un accélérateur, au pire un facilitateur. Une partie non négligeable des clients du groupe est basée en Chine. Qui plus est beaucoup sont des institutions publiques qui, par principe, ne fonctionnent pas avec des solutions cloud. La société avance



CHRISTOPH  
PRADILLON  
*Gérant de  
portefeuilles*



BAPTISTE  
REVEL  
*Analyste  
financier*

### En quelques chiffres :

	2023	2024(e)	2025(e)
Chiffre d'affaires (Md €)	<b>5 951</b>	<b>6 277</b>	<b>6 801</b>
Marge opérationnelle	<b>32,4 %</b>	<b>30,2 %</b>	<b>32,0 %</b>
Résultat net (m €)	<b>1 051</b>	<b>1 711</b>	<b>1 844</b>
Endettement net (m €)	<b>- 578</b>	<b>- 1 439</b>	<b>- 2 737</b>
EV/EBITDA (X)	<b>21,5 x</b>	<b>20 x</b>	<b>17,7 x</b>

néanmoins sur ce front via sa plateforme **3D Systèmes** en initiant une migration contrôlée. Concernant l'intelligence artificielle, il faut garder à l'esprit que **Dassault Systèmes** travaille depuis 40 ans avec ses clients sur la représentation scientifique du monde qui combine l'intelligence artificielle générative, la modélisation, la simulation et les jumeaux numériques, tout en favorisant et en protégeant la propriété intellectuelle. Cela contribuera à la croissance de l'industrie de la conception 3D et augmentera considérablement la productivité des professionnels. CQFD.

**La société est-elle défaillante dans sa communication financière ?**

Oui. La bonne nouvelle c'est que les ingrédients pour pallier cette défaillance sont relativement simples. Il va falloir redéfinir,

avec des objectifs chiffrés, la trajectoire de croissance du groupe. Le marché ne croit plus aux objectifs financiers de la société. Ces objectifs sont trop nombreux, trop imprécis et trop interconnectés. Ils ne sont plus réalisables. Non pas que **Dassault Systèmes** ait perdu de son agilité ni que le marché ne soit plus en croissance : le marché est si porteur que la concurrence s'y rue littéralement pour se faire une place et il y en a. En revanche, Dassault Systèmes traverse une période de transition (**Cloud**) et de normalisation (études cliniques) qui nécessite de remettre les objectifs à plat afin de redevenir crédible.

Le savoir faire est bel et bien là. Le faire-savoir va suivre.

Achevé de rédiger le 22 octobre 2024

*Les performances passées ne sont pas un indicateur fiable des performances futures. Elles ne sont ni garanties ni constantes dans le temps.*

LETTRE  
D'INFORMATION  
DE  
TIEPOLO



# ESQUISSE

N°48  
NOVEMBRE 2024

## TIEPOLO

48 avenue Victor Hugo, 75116 Paris  
contact@tiepolo.fr  
+33 (0)1 45 61 78 78

---

[www.tiepolo.fr](http://www.tiepolo.fr)

Société de gestion de portefeuilles agréée par l'AMF