

La lettre annuelle 2012

Le 7 janvier 2013

"L'innovation financière la plus importante que j'ai vue au cours des 25 dernières années reste encore le distributeur automatique de billets de banque." (Paul Volcker, Décembre 2009)

Cher Investisseur,

En 2012, la performance de nos principaux fonds aura été supérieure à 20%, après une baisse de plus de 17% en 2011. Depuis leurs créations, nos deux fonds les plus anciens, Margin of Safety (USD) (part P) et Valeur Intrinsèque (part P) ont généré respectivement des taux de rentabilité annualisée de 9,4% (depuis le 2 février 1998) et 5,6% (depuis le 6 juin 2001). A titre indicatif, les taux de rentabilité annualisée du MSCI World (USD) dividendes réinvestis et du MSCI World (EUR) dividendes réinvestis se sont élevés, sur les mêmes périodes, à respectivement 4,5% et 0,1%.

Des informations plus détaillées concernant les performances absolue et relative de nos fonds depuis leurs créations sont disponibles sur notre site www.pastel.fr.

Point sur les portefeuilles

La période des soldes commencée fin 2007, sur le marché des actions des pays dits développés, n'étant toujours pas terminée, nous avons continué à en faire profiter nos différents fonds. Deux nouvelles lignes constituées pendant l'année serviront à illustrer l'ampleur des "démarques" actuellement disponibles sur des sociétés de grande qualité.

Ainsi, un armateur danois de premier plan a rejoint nos portefeuilles au printemps : D/S Norden, spécialisé dans le transport maritime de matières premières "sèches" (céréales, charbon, minerai de fer, ...) et de produits pétroliers raffinés, est un des rares acteurs bien gérés, profitables et financièrement solides dans un secteur où les "canards boiteux" sont plutôt la norme.

La position a été constituée avec une décote par rapport à une situation nette retraitée d'éventuelles sur-évaluations sur actifs corporels de près de 25%.

En d'autres termes, nos fonds ont pu acquérir en 2012 une participation (de près de 4% de leurs encours respectifs) dans une société peu endettée, avec un fonds de commerce rentable, une équipe de direction compétente, à un prix bien inférieur à la seule valeur de la flotte détenue par le groupe !

AIG, ange déchu de la bourse de New-York, co-responsable de la crise financière de l'automne 2008, a su trouver, depuis, le chemin de la rédemption. Grâce avant tout à une nouvelle équipe de direction, exceptionnelle, mais aussi à un fonds de commerce en assurances particulièrement "résilient". En quatre ans, AIG a réussi à rembourser l'intégralité des sommes avancées par le gouvernement pour assurer sa survie (près de 182 MM\$ au total), à se recentrer sur son cœur de métier et réduire à une peau de chagrin son activité "dérivés", cause principale de sa descente aux enfers. Malgré des positions encore très fortes en assurance commerciale, un bilan très sain, et une stratégie claire, AIG n'a visiblement pas encore reconstitué auprès de la communauté des investisseurs son capital-confiance. Tant mieux pour nos fonds qui ont pu, en 2012, accumuler une position représentant généralement plus de 4% de leurs encours respectifs à un prix proche de 60% de la valeur d'actif nette tangible retraitée !

Cette période de soldes semble se prolonger aujourd'hui, en tout cas pour la plupart des valeurs composant nos fonds. Depuis la création de Pastel & Associés, soit il y a plus de quinze ans, rarement autant de positions en portefeuille auront connu des décotes aussi fortes entre leur cours de bourse et leur valeur économique à long terme, plusieurs titres traitant même en dessous de leur valeur d'actif nette tangible.

Cette constatation, nous ne sommes pas seuls à la faire, à en juger par plusieurs fusions, acquisitions, ou rachats d'actions récemment initiés soit par des sociétés dans lesquelles nos fonds sont investis, soit par des entreprises dont les dirigeants partagent notre philosophie de gestion. Ainsi, de Markel acquérant Alterra (annonce faite le 19 décembre), de Leucadia fusionnant avec Jefferies (annonce faite le 12 novembre), ou de Berkshire Hathaway rachetant pour 1,2 milliards de dollars de ses propres actions (annonce faite le 12 décembre).

Les sous-évaluations boursières importantes et la qualité des entreprises en portefeuille nous semblent de bon augure. Après dix années (2002-2012), certes mouvementées, mais in-fine plutôt profitables pour nos porteurs de parts, ceux-ci pourraient obtenir sur la prochaine décennie une performance cumulée bien supérieure. "Time will tell".

Gestion de portefeuille et marketing

"Un fabricant de matériel de pêche proposait des hameçons brillants et multicolores. Intrigué, je demandai : "les poissons mordent-ils vraiment à de tels hameçons ?" On me répondit : "mais enfin, Charlie, ces hameçons ne sont pas destinés à être vendus à des poissons !" D'après Charlie Munger, AG Berkshire Hathaway 2012.

Je rencontrai il y a quelques mois un consultant en communication, spécialisé dans le domaine des services financiers. Celui-ci m'avait contacté pour me proposer ses services. Candidement, il me fit un certain nombre d'observations :

Nous n'avons pas lancé de nouveaux fonds commercialisables en France depuis 2006, les sociétés dans lesquelles nous investissons, bien qu'appartenant à la catégorie des moyennes-grandes capitalisations, étaient soit inconnues du grand public, soit ne faisaient pas rêver.

Puis, poursuivant sur sa lancée, il nous conseilla d'adopter une approche plus "marketing et plus vendeuse" (sic). Pourquoi ne pas créer un fonds "Convertibles" pour mieux atteindre une clientèle d'institutionnels et de particuliers pour qui le risque "actions" aurait été trop difficile à assumer ? Ne serait-il pas temps de mettre en portefeuille un peu plus d'actions françaises, plus connues que "nos" Randstad, Leucadia ou Premier Farnell, par exemple des titres industriels ou de communication très décotés en ce moment et qui, donc, ne dépareilleraient pas nos fonds ?

Et puis, enfin, pourquoi ne pas élargir encore plus notre gamme de fonds, en s'associant, par exemple, à une société de vote par procuration ou une association de protection des épargnants, et proposer un fonds "activiste" pour être plus dans l'air du temps et surtout pour faire plus fréquemment la une des médias ?

Les observations de ce consultant méconnaissent la spécificité du métier de gestion pour compte de tiers.

Mais surtout, il semble considérer que notre méthode et ses principes résultent avant tout d'un choix "marketing", en quelque sorte opportuniste, plutôt que d'une véritable adhésion intellectuelle. Pourtant, comment pourrions-nous, par exemple, concilier en toute bonne foi, d'une part, l'importance que nous donnons au long terme et à la pérennité des entreprises dans lesquelles nous investissons et, d'autre part, le court-termisme et la vision exclusivement financière de l'approche activiste en général ?

Contrairement au principe enseigné en écoles de commerce selon lequel "on fabrique ce que l'on vend plutôt que vendre ce que l'on fabrique", en matière de gestion de portefeuille la recherche de la valeur ajoutée à long terme pour le client doit l'emporter sur celle du chiffre d'affaires. Les produits à la mode, ou les plus demandés à un instant T par les investisseurs, sont rarement compatibles avec leurs intérêts financiers à long terme. Ainsi de nombre d'ETF structurés, aujourd'hui allègrement commercialisés, pour demain être probablement décriés et stigmatisés pour les risques et les pertes qu'ils auront fait encourir aux épargnants.

C'est pourquoi, plutôt que de céder aux sirènes du marketing et de vous annoncer la création prochaine, par exemple, d'un fonds long-short, nous continuerons à privilégier notre domaine de compétence, à savoir l'investissement "long-only" et à long terme, en actions cotées sur les marchés nord-américains et européens, avec, le cas échéant, une diversification, limitée, à d'autres marchés actions de l'OCDE et, dans des cas de figure exceptionnels, à certaines obligations convertibles et/ou à haut rendement.

Notre gamme de fonds commercialisables en Europe, aujourd'hui très restreinte, n'a pas vocation à s'élargir. Et la composition de nos portefeuilles ne changera que lorsque les différentiels d'espérances de rentabilité à long terme entre nos investissements et les opportunités disponibles sur les marchés le justifieront. Nous continuerons, entre temps, et probablement pour longtemps, à évoquer avec vous "nos" Leucadia National, Premier Farnell, Randstad, Charles Schwab ou Markel.

Nos scénarios macro-économiques et boursiers pour 2013

À la une du Figaro du 3 janvier 2013, on pouvait lire "la Bourse devrait encore progresser cette année". Des gérants de portefeuilles et des analystes-économistes boursiers y étaient cités. Chacun y allait de sa prévision pour le 31 décembre 2013, prévision toujours très précise et parfois même complétée par une description de la manière dont "l'objectif" de fin d'année serait atteint : rapidement, ou de manière très volatile...

Exercice dérisoire s'il en est, et pourtant répété chaque année presque unanimement ! Plutôt que d'éclairer les investisseurs sur la futilité d'une telle approche, les professionnels préfèrent se livrer à ce simulacre et ce probablement pour plusieurs raisons :

- "le client est roi" selon l'adage. Par conséquent si l'investisseur demande des prévisions, il faut lui en fournir. Argument affligeant : quid du devoir de conseil du gérant ou de l'analyste envers leurs clients-investisseurs ?
- les professionnels, eux-mêmes, seraient victimes de cette erreur cognitive qui consiste à croire que prévoir l'avenir est possible et prendre ses décisions d'investissement sur cette base est plus rentable qu'une approche fondamentale à long terme. Étant donnée la consommation faite par les sociétés de gestion de pronostics macro-économiques et boursiers, souvent payants d'ailleurs, il est à craindre que ce dernier argument soit le plus valable.

Cet hiver, comme chaque année à la même période, nous nous sommes rendus à la réunion "Investisseurs" organisée à Amsterdam par la société Randstad, dont nos fonds sont actionnaires historiques (près de 9,5% de leurs encours y sont investis). Pendant cette journée de présentations et de débats, Ben Noteboom, Directeur Général depuis 2003, a été interrogé sur ses prévisions économiques pour 2012-2013 et les conséquences éventuelles de celles-ci sur la gestion du groupe.

Plutôt que de céder à la facilité et de fournir une prévision, quitte à ce que celle-ci se révèle in fine inexacte, comme finissent d'ailleurs presque toutes les prévisions macro-économiques, celui-ci expliqua

que chez Randstad, "on ne gère pas sur la base de prévisions, mais à partir uniquement d'observations factuelles".

La ligne en actions Randstad étant l'une des principales positions de nos fonds, il n'est guère surprenant d'entendre son dirigeant tenir de tels propos. Lorsque nous investissons dans une entreprise, nous vérifions non seulement la pérennité de ses avantages concurrentiels, sa solidité financière, la logique et la cohérence de sa stratégie dans le temps, mais aussi l'existence d'une communauté de valeurs avec l'équipe de direction en place.

Ce principe est d'ailleurs aussi partagé par Warren Buffet : "Nous essayons de déterminer le prix plutôt que le moment où il faut acheter. De notre point de vue, il est absurde de renoncer à l'achat d'actions dans une entreprise exceptionnelle dont l'avenir à long terme est prévisible, et ce uniquement en raison d'inquiétudes à court terme concernant l'économie ou les marchés boursiers que nous savons être imprévisibles. Pourquoi repousser une décision fondée, simplement à cause d'une opinion sans base rationnelle ?" D'après Warren Buffett, rapport annuel Berkshire Hathaway 1994.

Vous l'avez déjà compris : cette lettre ne contient pas de scénario "Pastel & Associés", macro-économique ou boursier, pour 2013.

Nous resterons fidèles en 2013 à notre approche centrée autour des notions d'indépendance, de valeur intrinsèque, de marge de sécurité, de long terme et de périmètre de compétence.

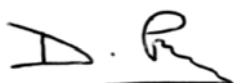
Cette approche a permis, depuis 1998, à nos fonds de surmonter des crises multiples et graves, et de générer des taux de rentabilité absolus à long terme très positifs et bien supérieurs à ceux des principaux indices.

Nos fonds sont encore aujourd'hui sous-valorisés et présentent du fait de la qualité des sociétés en portefeuille un potentiel de performance à long terme réellement significatif.

Pour plus d'informations concernant les principales lignes détenues par votre fonds, nous vous invitons à consulter les points d'étape qui vous ont été récemment communiqués et sont aujourd'hui disponibles sur notre site www.pastel.fr.

En vous souhaitant une excellente année 2013,

Bien sincèrement,



David Pastel

Avertissement :

Les analyses exprimées ici, ne constituent pas des recommandations d'achat ou de vente et ne reflètent que l'opinion de la société de gestion au moment de leur rédaction, en fonction des informations à sa disposition à cet instant. Cette opinion peut changer, à tout instant, sans que la société de gestion n'ait à en aviser les lecteurs du présent courrier. Par conséquent, la société de gestion n'est pas responsable de l'utilisation à des fins transactionnelles ou dans tout autre but, par le lecteur de ce document, des informations contenues dans ce courrier et des documents joints. Les performances des OPCVM de Pastel & Associés peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles d'indices boursiers, fournies ici à titre purement indicatif. En outre, ces performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Les données quantitatives fournies dans ce document sont ajustées et retraitées selon les méthodes de la société de gestion et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Pastel & Associés est une société de gestion de portefeuille indépendante, réglementée par l'Autorité des Marchés Financiers (Agrément AMF : GP 97-108).

P&A