

# Compte rendu de gestion 2016

Au 30 décembre 2016

## Avertissement

Les performances des fonds gérés par Pastel & Associés peuvent diverger significativement et durablement, à la hausse comme à la baisse, de celles des indices de marché, fournies ici à titre purement indicatif. Les informations contenues dans ce document ne constituent ni une recommandation ni une proposition d'achat ou de vente et n'ont pas vocation à être exhaustives, Pastel & Associés n'est pas responsable de leur utilisation éventuelle à des fins transactionnelles ou dans tout autre but. Elles ne reflètent que l'opinion et l'analyse de Pastel & Associés au moment de leur rédaction.

Pastel & Associés peut être conduit à tout moment et pour quelque raison que ce soit, à procéder à des opérations de cessions et/ou d'achats sur le portefeuille ici présenté sans devoir modifier en quoi que ce soit le présent document ou en avertir les destinataires.

Les performances passées ne préjugent pas des performances futures et ne sont pas constantes dans le temps. Avant toute souscription, les investisseurs doivent prendre connaissance des documents réglementaires en vigueur ; les DICI et les prospectus dans lesquels sont détaillés les profils de risque des OPCVM évoqués dans ce document, sont disponibles sur le site [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr).

La reproduction, totale ou partielle, sur quelque support que ce soit, la communication à des tiers, l'utilisation à quelque fin que ce soit autre que privée ou l'altération des logos, analyses, graphiques ou textes figurant sur ce document sont interdites, sans l'accord préalable de Pastel & Associés.

*Ad augusta per angusta,*

Cher Investisseur,

Après deux années difficiles, en 2014-2015, les fonds Valeur Intrinsèque et Margin of Safety Fund auront connu en 2016 une des meilleures performances de leur histoire (cf. section I).

Ce rattrapage aura permis d'effacer complètement les pertes nominales accumulées en 2014-2015, et de réduire considérablement la sous-performance par rapport à l'indice MSCI World sur la même période.

Si ce retour à meilleure fortune nous offre une belle occasion de nous réjouir, nous ne perdons pas de vue que nous ne sommes encore qu'au milieu du gué, la rentabilité annualisée de nos fonds depuis fin 2013 restant inférieure à nos attentes. Nous continuerons en 2017 et au-delà à appliquer notre approche de gestion, approche "value" que nous avons développée et pratiquée depuis maintenant plusieurs décennies. C'est en restant fidèle à cette approche que nous espérons pouvoir, dans les années à venir, afficher à nouveau des niveaux de performances sur 5 et 10 ans en ligne avec ceux déjà obtenus sur les 15 dernières années pour Valeur Intrinsèque et 18 dernières années pour Margin of Safety Fund. En conservant toujours, comme exigence première la préservation à long terme du capital que nos investisseurs ont choisi de placer dans nos fonds.

Pour autant, ce n'est pas à une croisière paisible sur un long fleuve tranquille que nous vous convions. Par le passé, si pour le porteur de part suffisamment patient investir dans nos fonds s'est révélé in fine payant, son investissement aura généralement connu un parcours plein de surprises et souvent en complet décalage par rapport à l'environnement boursier ambiant. Le passé n'est certes pas censé être un bon indicateur de l'avenir. Mais on dit aussi que si l'histoire ne se répète pas, elle bégaie parfois... "Time will tell"...

Avant de poursuivre avec nous ce voyage au long cours, nous vous invitons à prendre le temps de lire le compte rendu qui suit. Nous y avons ajouté plusieurs nouvelles rubriques, dont une en particulier, intitulée "Post-mortems" qui figurera désormais chaque année dans notre compte rendu. Par ailleurs l'annexe VI.1., extrait du rapport semestriel – juin 2016, intéressera sans doute ceux d'entre vous qui s'interrogeraient sur l'impact que les surprises électorales de 2016, et celles peut-être à venir en 2017, pourraient avoir pour nos fonds.

Nous espérons que ce compte rendu annuel répondra aux attentes et interrogations qu'en tant que porteurs à long-terme de parts de nos fonds vous pouvez avoir. C'est en tout cas dans cet esprit que nous l'avons rédigé.

En vous souhaitant une excellente année 2017,

David Pastel



## Table des matières :

I. Performances boursières des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création.....	1
II. Bilan et compte de résultat du fonds Valeur Intrinsèque en 2016 – Eléments .....	2
III. Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 30 décembre 2016 .....	3
III.1. Inventaire et répartition sectorielle .....	3
III.2. Exposition au risque de change .....	5
IV. Evolution du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque en 2016 .....	6
IV.1. Principales opérations de la période .....	6
IV.2. Données relatives à la "rotation" du portefeuille en 2016 .....	8
IV.3. Attribution de performance.....	8
IV.4. Post-mortems .....	9
V. Perspectives.....	12
VI. Annexes .....	13
VI.1. Extrait du rapport semestriel - juin 2016.....	13
VI.2. Principes de notre gestion .....	14
VI.3. Charte du porteur de parts.....	16

### Nota Bene :

- Margin of Safety Fund étant nourricier du fonds Valeur Intrinsèque, les données chiffrées présentées dans les sections III et IV concernent uniquement Valeur Intrinsèque, sauf indication contraire.
- Les données chiffrées sont fournies ici sous réserve de leur validation prochaine par les commissaires aux comptes de nos fonds.



## I. Performances boursières des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création

Données en pourcentage

	<b>Margin of Safety Fund (part P)</b>	MSCI World (USD) dividendes réinvestis	Différence
1998	2,5	21,0	(18,5)
1999	42,0	24,9	17,1
2000	15,1	(13,2)	28,3
2001	5,7	(16,8)	22,5
2002	(13,4)	(19,9)	6,5
2003	43,8	33,1	10,7
2004	23,9	14,7	9,2
2005	5,3	9,5	(4,2)
2006	20,9	20,1	0,8
2007	(4,0)	9,0	(13,0)
2008	(40,1)	(40,7)	0,6
2009	69,9	30,0	39,9
2010	16,2	11,8	4,4
2011	(19,7)	(5,5)	(14,2)
2012	20,8	15,8	5,0
2013	31,2	26,7	4,5
2014	(8,8)	4,9	(13,7)
2015	(20,8)	(1,8)	(19,0)
2016	29,8	7,5	22,3

Performance cumulée	371,6%	155,5%
Performance annualisée	8,5%	5,1%

Création de la SICAV le 2 février 1998

Données en pourcentage

	<b>Valeur Intrinsèque (part P)</b>	MSCI World (EUR) dividendes réinvestis	Différence
2001	14,8	(14,9)	29,7
2002	(22,1)	(32,0)	9,9
2003	32,9	10,7	22,2
2004	16,3	6,5	9,8
2005	14,5	26,2	(11,7)
2006	13,2	7,4	5,8
2007	(11,3)	(1,7)	(9,6)
2008	(38,1)	(37,6)	(0,5)
2009	57,2	25,9	31,3
2010	19,7	19,5	0,2
2011	(17,4)	(2,4)	(15,0)
2012	22,6	14,0	8,6
2013	26,8	21,2	5,6
2014	(3,1)	19,5	(22,6)
2015	(16,6)	10,4	(27,0)
2016	31,8	10,7	21,1

Performance cumulée	153,5%	68,1%
Performance annualisée	6,2%	3,4%

Création du fonds le 6 juin 2001

Les performances des autres parts sont disponibles sur notre site internet [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr).

## II. Bilan et compte de résultat du fonds Valeur Intrinsèque en 2016 – Eléments

**Tableau 1 :** Décomposition de l'évolution de l'actif du fonds par facteurs (données en millions d'euros)

Actif net 31.12.15	+/- valeurs réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Trésorerie (revenus/coûts)	Variation +/- valeurs latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 30.12.16
149,7	6,3	1,7	-2,3	-0,1	NS	37,6	-25,4	167,3

Aucune commission de surperformance n'a été provisionnée ni prélevée sur la période.

Le coût net de portage de la trésorerie n'a pas été significatif pour l'année 2016 (47 K€ - "NS" dans le tableau).

En 2016, le nombre de parts en circulation est passé de 73 708 parts à 62 220 parts (toutes classes confondues).

**Tableau 2 :** Compte de résultat du fonds – impact respectif des titres et des changes (données en millions d'euros)

Titres		Impact des changes hors couverture	Impact net de la couverture de change
+/- valeurs réalisées titres	Var +/- value latentes titres		
4,8	41,6	0,4	-2,8

L'impact respectif des titres et des changes sur le compte de résultat du fonds s'entend toutes classes confondues.

### III. Le portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque au 30 décembre 2016

#### III.1. Inventaire et répartition sectorielle

Tableau 3 : Inventaire

Devise	Valeur	Quantité	PRU (1)	Cours	% +/- valeur (en devise)	% +/- valeurs EUR	Valeur boursière EUR	% Actif net
EUR	Randstad	60 000	37,13	51,53	38,8%	38,8%	3 091 800	1,8%
	Thermador Groupe	21 732	72,31	83,50	15,5%	15,5%	1 814 622	1,1%
						<b>29,1%</b>	<b>4 906 422</b>	<b>2,9%</b>
GBP	Next Group Plc	56 393	47,37	49,83	5,2%	3,3%	3 292 014	2,0%
	Sports Direct International plc	450 000	2,84	2,79	-2,0%	-1,7%	1 468 721	0,9%
						<b>1,7%</b>	<b>4 760 735</b>	<b>2,8%</b>
DKK	D/S Norden	865 437	161,57	110,50	-31,6%	-31,5%	12 861 293	7,7%
						<b>-31,5%</b>	<b>12 861 293</b>	<b>7,7%</b>
NOK	Subsea 7	1 006 807	68,23	109,30	60,2%	55,2%	12 120 719	7,2%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	202 394	140,49	191,70	36,5%	27,5%	4 273 481	2,6%
						<b>46,9%</b>	<b>16 394 199</b>	<b>9,8%</b>
USD	American Express	67 200	69,16	74,08	7,1%	15,6%	4 719 769	2,8%
	Bed Bath & Beyond Inc	57 700	61,29	40,64	-33,7%	-13,5%	2 223 207	1,3%
	Cummins	53 300	118,54	136,67	15,3%	40,9%	6 906 386	4,1%
	Deere & Company	141 850	86,13	103,04	19,6%	47,1%	13 857 525	8,3%
	Diamond Offshore Drilling Inc	374 120	24,57	17,70	-28,0%	-22,2%	6 278 193	3,8%
	International Business Machines	40 300	154,39	165,99	7,5%	16,8%	6 342 164	3,8%
	Leucadia National Corp.	666 387	24,79	23,25	-6,2%	15,3%	14 689 261	8,8%
	Rowan Companies plc	424 210	17,90	18,89	5,5%	15,2%	7 597 371	4,5%
	Tenaris	113 500	27,69	35,71	29,0%	30,9%	3 842 697	2,3%
	Ternium SA	384 037	14,45	24,15	67,2%	78,0%	8 793 073	5,3%
	Transocean Ltd	563 486	15,36	14,74	-4,0%	1,2%	7 874 647	4,7%
						<b>19,7%</b>	<b>83 124 292</b>	<b>49,7%</b>
						<b>Total actions</b>	<b>122 046 941</b>	<b>72,9%</b>
						<b>Liquidités</b>	<b>45 269 673</b>	<b>27,1%</b>
						<b>Actif net</b>	<b>167 316 614</b>	<b>100,0%</b>

(1) Prix de revient unitaire, en devise de cotation.

Les prix de revient fournis dans ce tableau sont calculés sur la base du coût historique moyen de chaque position et n'intègrent pas l'impact des souscriptions et rachats sur le prix de revient "économique" de la position pour le porteur de parts présent avant de telles souscriptions ou rachats, et toujours investi.

En particulier, en 2016, alors que nos fonds connaissaient des rachats de parts relativement importants, il a été décidé de ne pas réduire certaines des positions les plus décotées. De telles décisions ont eu pour conséquence pratique de permettre aux porteurs restés présents dans nos fonds pendant tout l'exercice d'acquérir virtuellement des titres comme ceux de D/S Norden, à des cours très bon marché, mais que le calcul du PRU, purement comptable, ne prend pas en compte.

**Tableau 4** : Répartition sectorielle

Pour mémoire, cette répartition sectorielle ne résulte pas d'une décision à priori d'allocation sectorielle. C'est simplement le résultat de notre approche "bottom-bottom".

Secteurs	Répartition
<b>Services para-énergétiques</b>	<b>22,8%</b>
Diamond Offshore Drilling Inc	
Rowan Companies Plc	
Subsea 7	
TGS-NOPEC Geophysical	
Transocean Ltd	
<b>Biens d'équipement</b>	<b>12,4%</b>
Cummins	
Deere & Company	
<b>Holdings</b>	<b>8,8%</b>
Leucadia National Corp.	
<b>Transport</b>	<b>7,7%</b>
D/S Norden	
<b>Industrie lourde</b>	<b>7,5%</b>
Tenaris	
Ternium SA	
<b>Services aux entreprises</b>	<b>5,6%</b>
International Business Machines	
Randstad	
<b>Distribution de détail non alimentaire</b>	<b>4,2%</b>
Bed Bath & Beyond Inc	
Next Group plc	
Sports Direct International	
<b>Services financiers</b>	<b>2,8%</b>
American Express	
<b>Autre(s)</b>	<b>1,1%</b>
Thermador Groupe	
<b>Liquidités (€)</b>	<b>27,1%</b>

### III.2. Exposition au risque de change

Pour rappel, concernant Valeur Intrinsèque la part H fait l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro tandis que les autres parts (I et P) font l'objet d'une couverture partielle (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 75%). Concernant Margin of Safety Fund, le risque de change est couvert de manière partielle (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 75%) mais par rapport au dollar.

Pour les deux fonds, les politiques de couverture partielles et systématiques ne sont généralement appliquées qu'aux expositions en devises supérieures à 10% du portefeuille.

**Tableau 5** : Taux de couverture du risque de change

	Valeur Intrinsèque			Margin of Safety Fund	
	Part I	Part P	Part H	Part I	Part P
Devise de référence	Euro		Euro	USD	
USD	98,4%		95,5%	0,0%	
GBP	0,0%		0,0%	0,0%	
DKK	0,0%		95,8%	0,0%	
NOK	0,0%		96,1%	0,0%	
EUR	0,0%		0,0%	18,5%	

Les taux de couverture partielle apparents (parts I et P), de près de 100% pour le US dollar et nuls pour le DKK et le NOK, résultent essentiellement du fait que les valeurs scandinaves actuellement en portefeuille sont considérées, du fait du "business model" de leurs sociétés émettrices, comme des valeurs "Dollar", et couvertes en conséquence. En incluant ces valeurs dans l'assiette de calcul du taux, on serait plus proche d'un taux de 75% pour la couverture du US dollar.

Dans le cas des parts H, cette considération relative au "business model" n'intervient pas, la politique de couverture étant systématique et donc indépendante du "business model" des sociétés émettrices.

## IV. Evolution du portefeuille du fonds Valeur Intrinsèque en 2016

---

### IV.1. Principales opérations de la période

- Cession totale ou partielle de positions ayant atteint, au moment de l'opération, des niveaux de valorisation trop élevés par rapport à leur valeur économique à long terme : America's Car-Mart (Etats-Unis), Anglo American (Royaume-Uni), ArcelorMittal (Luxembourg), Glencore (Royaume-Uni), IBM (Etats-Unis), Lonmin (Royaume-Uni), Posco (Corée du Sud), Rolls-Royce (Royaume-Uni), Salzgitter (Allemagne), South32 (Australie) et Vallourec (France).
- Constitution/renforcement de positions dans des valeurs présentant au moment de leurs constitutions des décotes boursières importantes et des potentiels de croissance profitable à long terme : American Express (Etats-Unis), Diamond Offshore (Etats-Unis), Next Group (Royaume-Uni), Randstad (Pays-Bas), Rowan Companies (Etats-Unis), Sports Direct (Royaume-Uni), Subsea 7 (Norvège), TGS Nopec (Norvège) et Transocean (Etats-Unis).
- Augmentation de la position "cash" à 27,1% du portefeuille au 30 décembre 2016 contre 7,2% à fin 2015.

-----

Le niveau élevé de trésorerie disponible ne correspond pas à un positionnement défensif volontaire de notre part, mais est simplement le résultat a posteriori de l'application de notre méthodologie d'investissement. Nous avons cédé plusieurs positions devenues trop chères suite à une forte appréciation de leurs cours de bourse en 2016. Et nous n'avons pas, pour l'instant, trouvé d'opportunités suffisamment bon marché pour pouvoir réinvestir le produit de ces ventes. Nous n'avons à ce jour aucune idée de la manière dont le niveau de trésorerie disponible du portefeuille évoluera pendant l'année. Tout dépendra de la manière dont Monsieur Marché fera évoluer le cours de bourse des sociétés que nous suivons, celles dans lesquelles nous avons déjà investi et celles dans lesquelles nous souhaiterions le faire. Nous veillerons toutefois, quel que soit le niveau de trésorerie disponible, à ne pas abaisser nos exigences en matière de marge de sécurité.

**Tableau 6 : Portefeuilles comparés**

Au 31 décembre 2015			Au 30 décembre 2016		
Devise	Valeur	% AN	Devise	Valeur	% AN
EUR	ArcelorMittal	6,3%	EUR	Randstad	1,8%
	Salzgitter AG	3,0%		Thermador Groupe	1,1%
	Thermador Groupe	1,6%		<b>2,9%</b>	
	Vallourec SA	3,3%			
		<b>14,2%</b>	GBP	Next Group Plc	2,0%
GBP	Anglo American Plc	2,7%		Sports Direct International plc	0,9%
	Glencore	2,0%		<b>2,8%</b>	
	Lonmin Plc	0,3%	DKK	D/S Norden	7,7%
	Rolls-Royce Holdings Plc	1,9%		<b>7,7%</b>	
	South32 Limited	1,1%			
		<b>8,0%</b>	NOK	Subsea 7	7,2%
DKK	D/S Norden	8,4%		TGS-NOPEC Geophysical Co.	2,6%
		<b>8,4%</b>		<b>9,8%</b>	
NOK	Subsea 7	4,4%	USD	American Express	2,8%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	1,6%		Bed Bath & Beyond Inc	1,3%
		<b>6,0%</b>		Cummins	4,1%
USD	American Express	2,1%		Deere & Company	8,3%
	America's Car-Mart	2,6%		Diamond Offshore Drilling Inc	3,8%
	Bed Bath & Beyond Inc	1,9%		International Business Machines	3,8%
	Cummins	3,3%		Leucadia National Corp.	8,8%
	Deere & Company	7,7%		Rowan Companies plc	4,5%
	Diamond Offshore Drilling Inc	4,7%		Tenaris	2,3%
	International Business Machines	7,2%		Ternium SA	5,3%
	Leucadia National Corp.	8,3%		Transocean Ltd	4,7%
	Posco	4,6%		<b>49,7%</b>	
	Rowan Companies plc	4,1%			
	Tenaris	2,0%			
	Ternium SA	4,0%			
	Transocean Ltd	3,8%			
			<b>56,3%</b>		
	<b>Total actions</b>		<b>92,8%</b>	<b>Total actions</b>	
<b>Liquidités</b>		<b>7,2%</b>	<b>Liquidités</b>		<b>27,1%</b>

#### IV.2. Données relatives à la "rotation" du portefeuille en 2016

Warren Buffett aime à définir la bourse comme étant un mécanisme de redistribution des richesses, des investisseurs les plus actifs en direction des investisseurs les plus patients.

Le tableau qui suit vise à aider le lecteur de ce compte rendu à nous classer dans l'une ou l'autre de ces catégories.

A toutes fins utiles, nous avons aussi calculé le taux de rotation du portefeuille selon la méthode dite AMF-AFG, lequel s'élève à 21,1%.

**Tableau 7 :** Calcul du taux de rotation – Eléments (données en millions d'euros)

Actif net moyen quotidien	Achats de titres	Ventes de titres	Souscriptions	Rachats
148,5	21,4	85,0	24,8	50,2

#### IV.3. Attribution de performance

**Tableau 8 :** Principaux contributeurs / détracteurs

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
ArcelorMittal	7,1%	D/S Norden	-0,5%
Subsea 7	3,8%	Diamon Offshore Drilling Inc	-0,5%
Ternium SA	3,6%	Bed Bath & Beyond Inc	-0,2%
Deere & Co	2,4%	Thermador Groupe	-0,1%
Leucadia National corp	2,2%	Sports Direct	0,0%
<b>Total</b>	<b>19,1%</b>	<b>Total</b>	<b>-1,3%</b>

Les calculs d'attribution de performance ont été effectués par nos soins selon des méthodes qui nous sont propres. Leurs résultats pourraient donc différer de ceux provenant d'autres sources.

#### IV.4. Post-mortems

Dans notre dernier compte rendu semestriel, nous avons établi un premier bilan relatif aux investissements réalisés ces deux dernières années dans le secteur minier. Depuis, nous avons poursuivi le programme de cession engagé à la fin du deuxième trimestre en l'étendant au secteur sidérurgique dans lequel nos fonds étaient et restent encore investis, bien que dans une moindre mesure.

A toutes fins utiles, rappelons qu'aucune anticipation macro-économique ou sectorielle à court terme n'est intervenue dans notre processus de décision. Seuls ont été pris en compte, que ce soit à l'achat puis à la vente, les niveaux de valorisation boursière de chacun des titres mis en portefeuille rapportés à leurs fondamentaux quantitatifs et qualitatifs.

Si les cours de bourse de la plupart des sociétés concernées présentaient, au moment d'y investir, des décotes élevées par rapport à leur actif net, nous avons aussi veillé à identifier dans chaque cas des facteurs qualitatifs favorables susceptibles de préserver la valeur à long terme de nos investissements. Citons, en guise d'illustration et de manière non-exhaustive, des forces de rappel puissantes comme la présence d'actionnaires-dirigeants (Arcelor, Glencore, Subsea7, Tenaris, Ternium, ...) ou des parts de marché dominantes sur certains segments de clientèle pérennes (Anglo-American sur le diamant, Tenaris et Vallourec dans les tubes de spécialités pour l'exploration/exploitation en pétrole/gaz ...).

**Tableau 9 :** "Post-mortems" de nos investissements dans les secteurs minier et sidérurgique

Société	Date d'entrée	Date de sortie	PRU (en devise)	PRU / Prix d'entrée	Prix moyen de sortie (en devise)	Total investi EUR	+/- valeur réalisée EUR	Perf. cumulée	Décote / actif net tangible à l'entrée	Décote / actif net tangible à la sortie
Anglo American	11/2015	04/2016	3,50	90,9%	4,89	4 616 407	1 828 097	39,6%	-52%	0%
Glencore	12/2015	04/2016	0,80	96,4%	1,51	3 012 973	2 666 481	88,5%	-50%	-2%
South32	06/2015	05/2016	0,87	92,6%	0,68	6 392 901	-1 380 867	-21,6%	-27%	-24%
Lonmin	07/2015	04/2016	NS	NS	NS	4 418 247	-857 140	-19,4%	-72%	-80%
ArcelorMittal	01/2015	12/2016	5,55	62,9%	5,91	16 313 455	1 048 775	6,4%	-39%	29%
Vallourec	08/2015	12/2016	6,45	49,1%	5,25	7 597 625	-1 413 151	-18,6%	-37%	-13%
Salzgitter	01/2015	11/2016	22,87	99,2%	30,79	5 070 208	1 756 597	34,6%	-51%	-16%
Posco	07/2015	09/2016	39,66	97,6%	47,15	8 653 753	1 635 238	18,9%	-52%	-38%
Ternium	07/2015	-	14,45	94,5%	21,26	8 100 705	3 815 599	47,1%	-14%	48%
<b>Total</b>						<b>64 176 275</b>	<b>9 099 630</b>	<b>14,2%</b>		

Le PRU désigne le prix de revient unitaire. Quant au prix d'entrée, il correspond généralement au prix unitaire de la première opération d'acquisition du titre concerné.

La performance des investissements a été calculée à taux de changes constants.

La valeur Ternium étant toujours présente dans le portefeuille, nous avons utilisé pour nos calculs une date de sortie "théorique" au 30 décembre 2016.

**Les premiers enseignements que nous tirons de ces investissements sont les suivants :**

- Le taux de rentabilité interne de ces investissements considérés dans leur globalité est pour l'instant inférieur à nos objectifs à long-terme, et ce d'autant que la durée moyenne de détention a été là aussi inférieure à notre objectif de 3/5 ans.
  
- Afin d'éviter la répétition d'une telle performance, certes positive, mais inférieure à nos attentes, nous avons décidé d'ajuster notre processus de gestion à deux niveaux :
  1. Dans un certain nombre de cas, les "événements-catastrophes", à partir desquels nous déterminons nos seuils de déclenchement d'achat, événements qui "normalement" ne sont pas censés se produire, se sont réalisés. Ainsi des augmentations de capital effectuées dans la précipitation par les directions d'Arcelor et Vallourec. Nous avons considéré comme possible que ces sociétés fassent appel au marché. En revanche nous n'avions pas anticipé la manière chaotique avec laquelle ces opérations ont été menées, et en particulier leur timing. Plutôt que de nier ce qui devenait inéluctable, les directions de ces groupes auraient dû prendre les devants. A l'avenir il faudra donc pour de telles sociétés très cycliques et relativement endettées, augmenter de manière significative la probabilité affectée à la survenance des "événements-catastrophes" préalablement identifiés. Avec pour conséquence des seuils de déclenchement d'achat reflétant des décotes encore plus importantes.
  
  2. Avant de décider d'investir dans des sociétés qui peuvent temporairement se retrouver en situation financière difficile, il est indispensable d'avoir envisagé de manière détaillée les différents scénarios possibles de sortie de crise pour l'entreprise ainsi que pour nos fonds. En particulier, nos fonds étant aujourd'hui UCITS, et ouverts aux souscriptions-rachats, le fait que des titres en portefeuille puissent devenir "illiquides" ou même non-négociables représente un risque. Si la réalisation d'un tel risque ne peut être exclue ex-ante, c'est la constitution même d'une position dans des titres de cette nature qu'il nous faudra alors peut-être écarter. Par conséquent, si nous ne nous interdisons pas d'investir à nouveau dans des titres de sociétés très cycliques et relativement endettées, nous veillerons à éviter ceux le plus susceptibles de voir leur liquidité et leur négociabilité se réduire, ou disparaître. Dans le même temps, leur poids dans le portefeuille devra rester limité, comme ce fut d'ailleurs toujours le cas. Ainsi le poids, calculé à la fin de chaque mois, de nos investissements dans les secteurs minier et sidérurgique, sur la période 2015-2016, n'a-t-il jamais dépassé 30% des encours de nos fonds, et ce réparti sur 9 valeurs différentes.
  
- Mais quand le verre est à moitié vide, il est aussi à moitié plein, et notre incursion toujours en cours dans le secteur des matières premières et de leur transformation, nous aura apporté au moins trois satisfactions :
  1. Au cours de nos recherches, nous avons pu identifier des sociétés de grande qualité dont nous ignorions jusqu'à l'existence il y a encore quelques années, comme Tenaris et Ternium. Notre univers d'investissement, à partir duquel le portefeuille de nos fonds est constitué, s'en trouve ainsi enrichi.

2. Un des principes de base de notre approche consiste à exiger que, pour chaque investissement, les pertes possibles définitives restent limitées pour des gains éventuels élevés. Cette exigence est une des raisons pour lesquelles, sur longue période, nous anticipons pour nos fonds des performances significatives bien que probablement non-linéaires. Dans le cas présent, si pour certaines valeurs, les choses ne se sont pas passées comme espéré, pour autant les pertes réalisées, quand il y en a eu, restent toujours limitées. Dans le même temps, la contribution à la performance de ce programme d'investissement, considéré dans son ensemble, a été positive. L'optionalité à laquelle vise notre approche de gestion a ainsi, face à des vents plutôt contraires, montré son efficacité.
  
3. Les enseignements tirés de cette expérience dans les secteurs minier et sidérurgique permettront d'améliorer la qualité et la rentabilité de nos futurs investissements.

## V. Perspectives

---

Le portefeuille de nos fonds continuera à être géré en 2017 selon l'approche de gestion que nous avons développée et appliquée depuis la création de la société en décembre 1997. Sur longue période, cette approche a fait ses preuves et nous sommes confiants dans le potentiel de rentabilité qu'elle présente, à long-terme, pour nos fonds et leurs porteurs de parts. Quant à la performance de nos fonds en 2017, nous n'en aurons une idée précise que le 1<sup>er</sup> janvier 2018. Entre temps, nous nous concentrerons sur l'application disciplinée de notre processus d'investissement sans perdre de temps ni d'énergie à essayer de deviner quelle sera la performance nos fonds, des marchés financiers ou de l'économie en général sur l'année qui vient de commencer.

## VI. Annexes

---

### VI.1. Extrait du rapport semestriel - juin 2016

*"There are two classes of forecasters: those who don't know, and those who don't know they don't know"*

*- John Kenneth Galbraith -*

[...]

Alors que nous préparons ce rapport, le résultat du référendum britannique sur la sortie de l'Union Européenne agite les esprits et les marchés financiers. Le "risque" en matière d'investissement en actions aurait augmenté.

Mais l'avenir aurait-il été moins risqué si le "Remain" l'avait emporté au lieu du "Leave" ? L'avenir n'est-il pas de toute manière et toujours porteur de risques dont certains se matérialiseront tandis que d'autres se dissiperont ? C'est le plus souvent après coup que l'on prend pleine conscience des dangers que le futur, déjà passé, recelait. Et comme c'eût aussi été le cas en cas de victoire des pro-Européens au référendum, les prochaines années ne manqueront pas, encore une fois, de nous surprendre.

La traduction dans les faits du résultat du référendum du 23 juin 2016 prendra probablement beaucoup de temps, si tant est que celui-ci soit effectivement suivi d'un "Brexit" (le précédent des derniers referenda sur la construction européenne justifiant que l'on s'interroge). Quoi qu'il en soit, ses conséquences sur la profitabilité des entreprises, britanniques en particulier, seront significatives. Elles seront, cependant, difficiles à isoler des conséquences d'autres phénomènes non liés directement à la question du "Brexit", que ceux-ci soient de nature politique, macroéconomique ou microéconomique spécifique aux entreprises considérées. Tandis que nombre d'entreprises britanniques pourraient avoir à repenser leur modèle économique et que certaines pourraient ne pas y réussir, d'autres devraient continuer à tirer leur épingle du jeu. Enfin il est bien trop tôt pour considérer, comme certains stratèges/prévisionnistes se risquent pourtant à le faire, que le vote du 23 juin marque le début d'une crise profonde et prolongée pour l'économie britannique. Dans ces conditions, la part du portefeuille investie sur la Bourse de Londres pourrait augmenter, peut-être même de manière significative, en fonction du niveau des "soldes" que Monsieur Marché pourrait y proposer dans les semaines ou les mois à venir. A l'heure où nous rédigeons ces lignes, les "soldes", qui semblaient avoir commencé en fanfare le 24 juin, se sont interrompus. Reprendront-ils ?

[...]

## VI.2. Principes de notre gestion

### LES PRINCIPES DE NOTRE GESTION

Le processus de gestion de Pastel & Associés, purement fondamental, consiste à investir dans un nombre réduit d'entreprises cotées, sélectionnées à partir d'une analyse approfondie de leur valeur économique et des perspectives de retour sur investissement qu'elles offrent à long terme. Deux objectifs de long terme structurent ce processus : préserver le capital investi et, dans le même temps, le faire fructifier au-delà de ce que rapportent les principaux indices d'actions internationales. Si sur longue durée, les fonds gérés par Pastel & Associés (Valeur Intrinsèque et Margin of Safety Fund) ont pu atteindre ces objectifs, l'application par ses gérants, dès la création de la société, des principes de gestion suivants n'y est sans doute pas étrangère.

#### **Indépendance**

- Pour surperformer, il est indispensable d'être le plus souvent hors-consensus. Par ailleurs, essayer d'estimer où se situe sur tel ou tel actif le consensus de place peut conduire souvent à y adhérer ou en tout cas à le laisser influencer sur la prise de décision. C'est pourquoi dès sa création, Pastel & Associés a développé, en interne, ses propres outils de détection, d'analyse financière et de prise de décision. Cette indépendance par rapport au système boursier se traduit par des investissements qui, ex-post se révèlent souvent hors-consensus sans avoir ex-ante été sélectionnés sur cette base.

#### **Temps et patience**

- Qui peut prétendre réussir en bourse, à toujours acheter ou vendre au meilleur moment et au meilleur prix ? Ce n'est, quoi qu'il en soit, généralement pas le cas pour Pastel & Associés lorsque la société intervient pour le compte de ses fonds. Et comment pourrait-il en être autrement ? Le consensus de place, la plupart du temps défavorable, notamment en cas d'achat, met des mois, sinon des années à s'inverser. Il aura fallu, entretemps, s'armer de patience et "donner du temps au temps".
- Le temps peut être l'allié ou l'adversaire du gérant. Pour pouvoir dans un futur plus ou moins lointain récolter les fruits d'un investissement, encore faut-il que celui-ci n'ait pas entretemps succombé aux nombreuses crises qu'il rencontrera inévitablement sur sa route. On veillera donc à éviter les sociétés à la constitution trop fragile, trop endettées, ou sujettes à une obsolescence, entre autres, technologique ou réglementaire.

#### **Prix, valeur intrinsèque et risque**

- Le prix de marché d'un actif n'est pas une source d'information fiable quant à la valeur de cet actif, mais uniquement un "niveau de compensation" auquel il est possible soit de l'acheter, soit de le vendre. Un indicateur beaucoup plus pertinent est la valeur d'usage de l'actif, ou sa valeur intrinsèque. C'est-à-dire, ce qu'il sera possible d'en retirer demain, actualisé à aujourd'hui. Dans certains cas, une approche à partir des "free cash flows" sera privilégiée. Dans d'autres, on donnera plus de poids au compte de résultat ou, encore, à l'actif net réévalué.
- Un actif n'a pas de valeur intrinsèque précisément définie, mais plutôt une série de valeurs intrinsèques possibles. Le travail d'évaluation des gérants de Pastel & Associés consiste à préciser au mieux les bornes, si elles existent, de cet intervalle de valeurs, et leurs différentes probabilités subjectives de réalisation.
- Chez Pastel & Associés, la volatilité est un allié. Plutôt que de la craindre, on préfère l'exploiter pour saisir les opportunités qu'elle fait naître. Ni la volatilité, inévitable quand on investit en bourse, ni d'autres variables tels que le ratio de "Sharpe", de "Treyner" ou le "max-drawdown" ne préoccupent les gérants de Pastel Associés. Ceux-ci

préfèrent rester concentrés sur le niveau de risque de chaque investissement en portefeuille : à savoir la possibilité de perdre durablement une part significative du capital investi.

- Le bon sens enseigne qu'il ne faut pas "mettre tous ses œufs dans le même panier". Cependant, les paniers solides et durables étant rares, les portefeuilles gérés par Pastel & Associés, sont plutôt concentrés, avec le plus souvent moins de 30 positions différentes en actifs risqués.

### **Marges de sécurité**

- Le futur est un, mais le champ des possible est pluriel. Plutôt que de chercher à prévoir l'imprévisible, les gérants de Pastel & Associés s'efforcent d'estimer l'impact sur la valeur de l'actif qu'aurait la réalisation des scénarii les plus pessimistes. Et de n'investir que lorsque la perte possible, en cas de réalisation de tels scénarii, est nulle ou relativement peu importante. En pratique, il s'agit, dans la plupart des cas, d'acheter un actif lorsque son prix est inférieur ou égal à la borne inférieure de l'intervalle de ses valeurs intrinsèques possibles.
- La sous-valorisation d'un actif ne constitue pas une condition suffisante pour y investir. Il est indispensable d'avoir, au préalable, vérifié la présence d'un ou de plusieurs facteurs qualitatifs favorables (ou forces de rappel) tels que :
  - Une direction et un conseil d'administration qui excellent à répartir de manière rationnelle les capitaux mis à la disposition de l'entreprise entre réinvestissement organique, croissance externe, versement de dividendes et rachat d'actions.
  - Une direction et un conseil d'administration qui cherchent à obtenir un juste équilibre entre génération et croissance des profits à court terme et réinvestissement à long terme dans l'activité de l'entreprise.
  - Une culture d'entreprise forte et bien identifiable où par exemple la maîtrise des coûts, l'innovation, la nécessité de constamment se réinventer ou encore la qualité des produits ou services fournis occupent une place prépondérante.
  - L'existence d'avantages concurrentiels durables bien identifiés ("pricing power", contrôle de la distribution, réputation, clientèle quasi-captive, "criticalité" pour l'acheteur des produits et services offerts, pourcentage de chiffre d'affaires récurrent élevé, ...).
  - ...

### VI.3. Charte du porteur de parts

#### CHARTRE DU PORTEUR DE PARTS

*"Si vous n'êtes pas prêts à détenir une action pendant 10 ans, alors ne l'achetez pas, même pour ne la détenir que pendant 10 minutes."*

*- Warren Buffett -*

Les questions que vous trouverez en deuxième partie de ce document visent à aider l'investisseur à décider de souscrire ou de ne pas souscrire à l'un de nos fonds. Essayer d'y répondre avec lucidité et franchise constitue une étape indispensable préalablement à toute décision d'investissement concernant nos fonds. Vos réponses vous permettront de déterminer si votre profil en tant qu'investisseur est bien en adéquation avec notre approche de la gestion et nos fonds.

Notre expérience de plus de vingt ans en matière de relations investisseurs nous a conduit à faire un certain nombre de constats, dont notamment les suivants :

- Pastel & Associés préfère disposer d'encours stables mais limités plutôt que de capitaux beaucoup plus importants mais volatiles. Ce choix vise à permettre à la société de gestion de rester fidèle à son approche value et long terme (cf. "Principes de notre gestion" sur notre site), et gérer avec sérénité ses fonds. Pour disposer d'encours stables, Pastel & Associés s'efforce de construire des relations de long terme avec des investisseurs déjà familiers avec l'univers de la gestion value et adhérant à cette philosophie. C'est aussi pourquoi la société de gestion ne cherche pas à recruter activement de nouveaux investisseurs par une démarche de nature commerciale ou à inciter, sur la base d'arguments nécessairement biaisés, les porteurs de parts existants à conserver leurs parts ou à en souscrire de nouvelles. C'est à l'investisseur, ou le cas échéant à son mandataire, et à eux seuls, qu'il appartient de prendre, dans la plus grande indépendance, la décision de souscrire, ou non, dans les fonds gérés par Pastel & Associés.
- Lorsqu'ils souscrivent dans un fonds, certains investisseurs multiplient les mouvements d'entrées-sorties et en perturbent ainsi la gestion. D'autres peuvent avoir tendance à vouloir se substituer aux gérants et décider de souscrire ou racheter leurs parts d'un fonds en fonction de sa composition à un instant "T" plutôt qu'en fonction de la méthodologie qui s'y déploie et de leur confiance dans les gérants de ce fonds. Une telle approche est le plus souvent contreproductive et peut conduire de tels investisseurs à remettre en cause leur décision d'investissement de manière inconsidérée et inopportune. Pastel & Associés cherche, entre autre par sa communication, à dissuader ces deux catégories d'investisseurs d'entrer au capital de ses fonds.
- Peu d'investisseurs profitent pleinement de la performance des fonds dans lesquels ils investissent tant ils essaient d'optimiser le "timing" de leurs souscriptions/rachats au lieu d'y souscrire graduellement puis d'y rester investis le plus longtemps possible. Pour reprendre un adage bien connu, qui s'applique tant aux titres vifs qu'aux fonds, "la bourse est aussi un mécanisme de redistribution du capital, de l'investisseur hyper-actif vers l'investisseur patient" (d'après Warren Buffett).
- Pastel & Associés préfère concentrer ses ressources, dont la force de travail de ses gérants, sur la gestion de ses fonds, l'analyse financière et les voyages d'études plutôt que de multiplier les interactions avec ses investisseurs sous forme de réunions ou d'envoi de documents. Une telle approche permet aussi de mieux aligner le temps de notre communication avec le temps long de notre gestion.

- A avoir trop promu une ou des valeurs en portefeuilles auprès de leurs investisseurs, certains gérants peuvent trouver difficile de s'en séparer le moment venu. Pour réduire l'impact de ce biais comportemental nuisible à la performance, les gérants de Pastel & Associés évitent, autant que possible, de communiquer sur les détails du raisonnement ayant conduit à une décision de gestion concernant un titre spécifique. Pour la même raison, la communication de Pastel & Associés concernant la composition des portefeuilles gérés ainsi que leur évolution est généralement purement descriptive et ne cherche ni à convaincre ni à rassurer.

### **Questions pour l'investisseur :**

Les questions suivantes et les réponses à y apporter n'ont de sens qu'à condition que d'une part les gérants de Pastel & Associés restent fidèles à la philosophie de gestion décrite dans les "Principes de notre gestion" et que d'autre part la société Pastel & Associés ne connaisse pas de changement qui puisse remettre en cause sa pérennité et son adhésion à ladite philosophie.

- Suis-je bien d'accord avec la philosophie de gestion value dont s'inspire Pastel & Associés ? A défaut d'avoir lu et médité les écrits de Benjamin Graham, Warren Buffett ou John Templeton, ai-je bien pris connaissance des "Principes de notre gestion" ? Ceux-ci m'agrément-ils ?
- Aurai-je la patience de détenir pendant au moins cinq ans mon investissement dans les fonds gérés par Pastel et Associés avant de considérer l'éventualité d'une cession de tout ou partie de mes parts ? En particulier me suis-je bien assuré de ne pas avoir besoin, pendant les cinq années suivant ma souscription, du capital ainsi investi ?
- Serai-je capable de traverser de longues phases de moins-values, parfois importantes, sur mon investissement dans les fonds gérés par Pastel & Associés, sans perdre confiance et/ou céder mes parts sous l'emprise de l'émotion ? Suis-je prêt à subir pendant une durée plus ou moins longue une baisse éventuelle de 50% de la valeur de mon investissement sans céder à la panique ? En particulier si, dans le même temps, d'autres fonds ou d'autres classes d'actifs obtenaient d'excellents résultats ?
- Ai-je conscience que Pastel & Associés ne communique que de manière trimestrielle sur ses fonds, même si leurs valeurs liquidatives peuvent être calculées de manière plus fréquente ? Saurai-je conserver ma confiance alors que, entre deux publications trimestrielles, ma seule source d'information sur les fonds sera leurs valeurs liquidatives dont l'évolution comme celle des cours de bourse s'apparente le plus souvent à une marche au hasard ?
- Les informations fournies par Pastel & Associés me suffiront-elles alors qu'aucune donnée quantitative de type ratio de Sharpe, maximum drawdown, beta ou volatilité ne figureront dans les comptes rendus de gestion de ses fonds, et que ses gérants de portefeuille n'évoqueront ni ne discuteront aucun de ces paramètres ?
- Serai-je bien capable de conserver mes parts alors que la composition du portefeuille des fonds gérés par Pastel & Associés, titre par titre, sectorielle ou géographique pourrait ne pas correspondre à mes propres anticipations ou préférences ?
- Ai-je bien consulté les DICI des fonds avant d'envisager d'y souscrire ?



## Pastel & Associés

---

Société de gestion entrepreneuriale, Pastel & Associés applique, depuis sa création en 1997, un processus d'investissement "value" reposant sur les notions de valeur intrinsèque, de marge de sécurité et d'autonomie de l'analyse financière. Ce processus vise un double objectif : la préservation à long terme du capital investi par ses fonds et, dans le même temps, l'appréciation significative sur longue période de la valeur de part\*. Les deux fonds (UCITS) que la société gère, Valeur Intrinsèque (domicilié en France et créé en 2001) et Margin of Safety Fund (domicilié au Luxembourg et créé en 1998), sont investis principalement en actions de sociétés cotées sur les places financières de l'OCDE. Toutefois, leur portefeuille peut, en fonction du niveau de valorisation atteint par les valeurs suivies par les gérants, comporter une proportion significative d'obligations ou d'instruments monétaires.

Le processus de gestion mis en œuvre par Pastel & Associés est décrit de manière détaillée dans les "Principes de notre gestion" consultables sur le site de la société [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr), rubrique "Philosophie".

Toute décision de souscription en parts de ces fonds doit être précédée d'une lecture attentive de leurs prospectus et DICI qui sont disponibles sur le site de la société dans la rubrique "Nos fonds".

\* L'horizon de placement des fonds Valeur Intrinsèque et Margin of Safety Fund est supérieur à 5 ans et le risque de perte en capital en cas d'investissement dans ces OPCVM est significatif.

## Relations Investisseurs

---

La relation que Pastel & Associés souhaite construire avec les porteurs de parts de ses fonds est décrite de manière détaillée dans le document "Charte du porteur de parts" consultable sur le site de la société.

Dans ses échanges avec les porteurs de parts de ses fonds, Pastel & Associés n'a pas vocation à fournir de conseil en investissement de quelque nature que ce soit. La décision d'investir, de rester investi ou de se désinvestir des fonds gérés par Pastel & Associés, appartient à l'investisseur, ou le cas échéant à son mandataire et à eux seuls. La société est néanmoins à la disposition des porteurs de parts de ses fonds pour toutes demandes d'éclaircissements relatives aux différents documents mis à disposition sur son site internet.

Pour suivre l'évolution de leurs investissements, les porteurs de parts disposent de trois types de publications (consultables sur le site internet) : un rapport trimestriel, un rapport semestriel, et un compte-rendu annuel de gestion, conçu sur le modèle d'un rapport annuel de société. Dans un souci d'égalité de traitement des porteurs de parts de ses fonds, la société de gestion ne fournit pas d'autres informations que celles figurant dans ces différents documents.

# PASTEL & ASSOCIÉS

---

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

17, rue de Miromesnil 75008 Paris - France  
33 (0)1 58 36 24 00 - [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr)  
Agrément AMF GP 97-108