

# Cercle Investisseurs 2015

Réunion du 17 novembre 2015

**PASTEL & ASSOCIÉS**

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE



# Table des matières

---

Performances boursières absolues et relatives des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création sur une base annualisée et cumulée.....	4
Introduction.....	6
I - Evolution de l'actif net du fonds Valeur Intrinsèque en 2015* .....	8
II - Principaux facteurs de performance boursière du portefeuille en 2015 .....	10
III - Evolution de la composition du portefeuille en 2015 et considérations sur sa structure actuelle.....	12
IV - Vie des sociétés en portefeuilles - Quelques développements notables.....	14
V - Réflexions sur quelques investissements.....	16
Questions.....	20
Annexes .....	21
Principes de gestion – Pastel & Associés .....	22
Manuel du porteur de parts.....	24
Extrait de la lettre annuelle 2013 de Berkshire Hathaway par Warren Buffett.....	26

\* Margin of Safety Fund étant nourricier du FCP Valeur Intrinsèque, seules les données relatives au fonds maître Valeur Intrinsèque sont présentées dans les sections I à IV de ce document.

## 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.

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 ; le DICI et le prospectus dans lesquels est détaillé le profil de risque de l'OPCVM 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.

## Performances boursières absolues et relatives des fonds Margin of Safety Fund et Valeur Intrinsèque depuis leur création sur une base annualisée et cumulée

### Données en pourcentage

	Margin of Safety Fund (part P)	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**	(15,7)	(5,4)	(10,3)
TRA***	8,0%	4,8%	
Performance cumulée	286,8%	126,9%	

\* Création de la SICAV le 2 février 1998

\*\* Au 25 septembre 2015

\*\*\* Taux de rentabilité annualisé depuis la création

### Données en pourcentage

	Valeur Intrinsèque (part P)	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**	(13,0)	1,9	(14,9)
TRA***	5,0%	2,4%	
Performance cumulée	100,6%	40,0%	

\* Création du fonds le 6 juin 2001

\*\* Au 30 septembre 2015

\*\*\* Taux de rentabilité annualisé depuis la création



## Introduction

---

Le document que vous allez lire a été conçu avec comme fil directeur la question suivante : en tant qu'investisseurs dans les fonds Valeur Intrinsèque ou Margin of Safety Fund, de quelles informations souhaiterions-nous disposer pour pouvoir évaluer le travail de gestion effectué et décider d'y conserver, renforcer ou céder nos positions ? Nous avons essayé ici de privilégier les faits plutôt que les interprétations et les analyses. Dans les cas où cela était nécessaire, nous n'avons cependant pas hésité à vous faire part de notre opinion, par essence subjective, les données factuelles ne pouvant à elles seules répondre à toutes les questions. Il nous est apparu indispensable de traiter dans ce document, de manière relativement complète, certains sujets. D'autres nous ont semblé être non pas moins importants mais plus susceptibles de pouvoir faire l'objet, lors de notre réunion du 17 novembre, d'explications orales à l'occasion de questions que vous nous poseriez alors et qui s'y rapporteraient. Citons notamment :

- La question de la cohérence entre le taux de rotation du portefeuille en forte augmentation ces dernières années et l'approche long terme que nous promouvons ;
- La portion congrue du portefeuille consacrée aujourd'hui aux valeurs dites de qualité ou défensives comme par exemple L'Oréal, Coca-Cola ou Air Liquide ;
- La cession ces derniers mois de valeurs que nous présentions il y a encore un ou deux ans comme susceptibles d'être détenues par nos fonds pour le très long terme comme par exemple Bénéteau, ou encore L'Oréal ;
- ...

Que ce soit sur de tels sujets ou d'autres plus explicitement traités dans les pages qui suivent, nous espérons que vos questions seront nombreuses. Nous nous efforcerons, pour chacune d'entre elles, de partager avec vous, le plus candidement possible, les éléments factuels à notre disposition, ainsi que le cas échéant, nos opinions ou nos interprétations.





## I - Evolution de l'actif net du fonds Valeur Intrinsèque en 2015

En millions d'euros

Actif net 31.12.14	+/- valeurs réalisées	Dividendes nets	Frais de gestion	Autres frais	Variation +/- valeurs latentes	Souscriptions / rachats	Actif net 30.09.15
256,93	10,30	1,94	-2,65	-0,29	-32,28	-52,75	181,20

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations approximatives effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

Au cours de cette période, le nombre de parts en circulation est passé de 106 495,65 parts (toutes classes confondues) à 85 569,25 parts. Les dividendes nets ont représenté 0,87% de l'actif net moyen, et les frais de gestion 1,21%.

On notera que les montants de plus/moins valeurs réalisées ainsi que les variations des plus/moins valeurs latentes incluent l'impact des variations de changes et de leur couverture éventuelle. Pour rappel, concernant Valeur Intrinsèque les parts H font l'objet d'une couverture systématique par rapport à l'euro tandis que les autres parts font l'objet d'une couverture "pragmatique" (à savoir un taux de couverture généralement compris entre 25% et 100%). Concernant Margin of Safety Fund, le risque de change est couvert de manière "pragmatique" par rapport au dollar.

## Inventaire comptable du portefeuille titres au 30 septembre 2015

Devise	Valeur	PRU (1)	Cours	Prix de revient devise	Valeur boursière devise	Valeur boursière EUR	% +/- V (2)	% AN (3)
<b>EUR</b>	ArcelorMittal	7,23	4,659	13 340 639,93	8 592 118,48	8 592 118,48	-35,6 %	4,74 %
	Salzgitter AG	22,95	22,19	5 180 968,18	5 009 814,11	5 009 814,11	-3,3 %	2,76 %
	Thermador Groupe	72,12	77,42	2 583 618,18	2 773 339,24	2 773 339,24	7,3 %	1,53 %
	Vallourec SA	11,26	7,916	7 597 624,50	5 343 300,00	5 343 300,00	-29,7 %	2,95 %
	Vicat	43,12	55,87	2 774 957,77	3 595 066,89	3 595 066,89	29,6 %	1,98 %
					<b>25 313 638,72</b>	<b>25 313 638,72</b>	<b>-19,6 %</b>	<b>13,97 %</b>
<b>GBP</b>	Lonmin Plc	0,23	0,1625	1 016 746,50	731 250,00	992 332,75	-28,8 %	0,55 %
	South32 Limited	0,87	0,6325	4 136 687,77	3 004 375,00	4 077 045,73	-29,4 %	2,25 %
					<b>3 735 625,00</b>	<b>5 069 378,48</b>	<b>-29,3 %</b>	<b>2,80 %</b>
<b>DKK</b>	D/S Norden	176,19	147,20	152 765 020,42	127 629 024,00	17 107 989,60	-16,6 %	9,44 %
					<b>127 629 024,00</b>	<b>17 107 989,60</b>	<b>-16,6 %</b>	<b>9,44 %</b>
<b>NOK</b>	Subsea 7	69,96	64,00	87 815 204,54	80 332 160,00	8 436 834,15	-16,4 %	4,66 %
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	154,88	157,30	31 106 420,21	31 593 075,80	3 318 042,74	-12,9 %	1,83 %
					<b>111 925 235,80</b>	<b>11 754 876,89</b>	<b>-15,4 %</b>	<b>6,49 %</b>
<b>USD</b>	American Express	75,00	74,13	4 499 820,00	4 447 800,00	3 984 591,27	2,5 %	2,20 %
	America's Car-Mart	37,43	33,09	6 070 168,13	5 365 907,49	4 807 083,98	8,1 %	2,65 %
	Bed Bath & Beyond Inc	61,29	57,02	8 917 319,53	8 296 410,00	7 432 394,18	14,7 %	4,10 %
	Caterpillar	65,42	65,36	4 121 321,40	4 117 680,00	3 688 851,06	1,0 %	2,04 %
	Cummins	127,90	108,58	5 499 784,97	4 668 940,00	4 182 701,01	3,9 %	2,31 %
	Deere & Company	86,13	74,00	16 450 385,29	14 134 000,00	12 662 038,07	-0,2 %	6,99 %
	Diamond Offshore Drilling Inc	27,29	17,30	14 265 773,73	9 043 056,00	8 101 281,97	-35,1 %	4,47 %
	International Business Machines	155,73	144,97	12 552 003,23	11 684 582,00	10 467 710,64	-4,4 %	5,78 %
	Leucadia National Corp.	25,14	20,26	19 558 765,05	15 763 029,62	14 121 415,11	-5,9 %	7,79 %
	Markel Corp.	448,83	801,86	3 678 600,54	6 572 044,56	5 887 609,91	104,0 %	3,25 %
	Posco	39,66	35,02	9 519 127,80	8 404 554,86	7 529 276,47	-12,2 %	4,16 %
	Rowan Companies plc	19,35	16,15	9 344 929,85	7 800 450,00	6 988 085,11	-13,2 %	3,86 %
	Tenaris	27,69	24,11	5 121 817,50	4 460 350,00	3 995 834,27	-16,5 %	2,21 %
	Ternium SA	14,45	12,29	8 910 775,55	7 580 299,94	6 790 862,21	-14,4 %	3,75 %
Transocean Ltd	16,69	12,92	9 986 348,22	7 731 147,12	6 925 999,66	-22,8 %	3,82 %	
					<b>120 070 251,59</b>	<b>107 565 734,92</b>	<b>-6,3 %</b>	<b>59,36 %</b>
<b>CAD</b>	Fairfax Financial Holdings Limited	406,69	607,74	6 730 718,20	10 058 097,00	6 720 855,97	36,1 %	3,71 %
					<b>10 058 097,00</b>	<b>6 720 855,97</b>	<b>36,1 %</b>	<b>3,71 %</b>
					<b>Total</b>	<b>173 532 474,58</b>	<b>-9,99 %</b>	<b>95,77 %</b>

(1) Prix de revient unitaire.

(2) Plus ou moins values en pourcentage. Les plus ou moins values en % incluent les variations de devises.

(3) Pourcentage de l'actif net.

## II - Principaux facteurs de performance boursière du portefeuille en 2015

### Principaux contributeurs et détracteurs (de janvier à septembre 2015)

Principaux contributeurs		Principaux détracteurs	
D/S Norden	1,06%	Diamond Offshore Drilling	-1,98%
Tesco	0,86%	ArcelorMittal	-1,69%
Markel Corp.	0,81%	Bed Bath & Beyond	-1,20%
Manitou	0,74%	America's Car-Mart	-1,09%
Lectra	0,55%	Deere & Company	-1,03%
<b>Total</b>	<b>4,02%</b>	<b>Total</b>	<b>-6,99%</b>

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations approximatives effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.

### Impact des devises sur la performance du fonds (de janvier à septembre 2015)

Contribution des devises après couverture (parts P et I uniquement)		Contribution théorique hors couverture des devises	
Franc Suisse	0,27%	US Dollar	3,26%
US Dollar	0,23%	Franc Suisse	0,27%
Livre Sterling	0,05%	Livre Sterling	0,06%
Couronne Danoise	-0,02%	Couronne Danoise	-0,02%
Dollar Canadien	-0,22%	Dollar Canadien	-0,22%
Couronne Norvégienne	-0,45%	Couronne Norvégienne	-0,45%
<b>Total</b>	<b>-0,14%</b>	<b>Total</b>	<b>2,90%</b>

Les données quantitatives fournies dans ce tableau sont des estimations approximatives effectuées selon les méthodes développées par Pastel & Associés et peuvent, par conséquent, différer de celles disponibles auprès d'autres sources.



### III - Evolution de la composition du portefeuille en 2015 et considérations sur sa structure actuelle

#### Portefeuille au 31 décembre 2014

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	Bénéteau	11,61	2,24%
	Lectra	9,14	2,03%
	L'Oréal	139,30	2,09%
	Manitou	12,20	1,99%
	Mayr-Melnhof Karton	86,00	1,44%
	Société F.F.P.	49,99	1,82%
	Thermador Groupe	71,01	1,08%
	Vallourec SA	22,75	3,03%
	Vicat	59,60	2,08%
			<b>17,79%</b>
GBP	Admiral Group	13,22	1,17%
	Electrocomponents	2,15	0,93%
	Tesco	1,89	4,33%
		<b>6,43%</b>	
CHF	Swissquote	31,20	1,95%
		<b>1,95%</b>	
DKK	D/S Norden	131,40	8,82%
			<b>8,82%</b>
NOK	TGS-NOPEC Geophysical Co.	161,70	2,55%
		<b>2,55%</b>	
USD	Alleghany Corporation	463,50	1,34%
	America's Car-Mart	53,38	4,75%
	Bed Bath & Beyond Inc	76,17	4,77%
	Cummins	144,17	2,18%
	Deere & Company	88,47	4,87%
	Diamond Offshore Drilling Inc	36,71	2,54%
	International Business Machines Corp	160,44	2,12%
	Leucadia National Corp.	22,42	4,86%
	Loews Corporation	42,02	3,68%
	Markel Corp.	682,84	4,89%
	Rowan Companies plc	23,32	2,25%
			<b>38,23%</b>
	CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	608,78
		<b>3,44%</b>	
<b>Cash</b>			<b>20,80%</b>
<b>Total Actions</b>			<b>79,20%</b>

#### Portefeuille au 30 septembre 2015

Devise	Valeur	Cours	% AN
EUR	ArcelorMittal	4,66	4,74%
	Salzgitter AG	22,19	2,76%
	Thermador Groupe	77,42	1,53%
	Vallourec SA	7,92	2,95%
	Vicat	55,87	1,98%
			<b>13,97%</b>
GBP	Lonmin Plc	0,16	0,55%
	South32 Limited	0,63	2,25%
		<b>2,80%</b>	
DKK	D/S Norden	147,20	9,44%
		<b>9,44%</b>	
NOK	Subsea 7	64,00	4,66%
	TGS-NOPEC Geophysical Co.	157,30	1,83%
		<b>6,49%</b>	
USD	American Express	74,13	2,20%
	America's Car-Mart	33,09	2,65%
	Bed Bath & Beyond Inc	57,02	4,10%
	Caterpillar	65,36	2,04%
	Cummins	108,58	2,31%
	Deere & Company	74,00	6,99%
	Diamond Offshore Drilling Inc	17,30	4,47%
	International Business Machines Corp	144,97	5,78%
	Leucadia National Corp.	20,26	7,79%
	Markel Corp.	801,86	3,25%
	Posco	35,02	4,16%
	Rowan Companies plc	16,15	3,86%
	Tenaris	24,11	2,21%
	Ternium SA	12,29	3,75%
Transocean Ltd	12,92	3,82%	
		<b>59,36%</b>	
CAD	Fairfax Financial Holdings Limited	607,74	3,71%
		<b>3,71%</b>	
<b>Cash</b>			<b>4,23%</b>
<b>Total Actions</b>			<b>95,77%</b>

Le renouvellement du portefeuille s'est poursuivi en 2015, avec la cession totale ou partielle de 16 valeurs (représentant près de 32% du portefeuille valorisé au 31/12/2014) et l'ajout de 12 nouveaux investissements (représentant environ 36% du portefeuille valorisé au 30/09/2015) ainsi que le renforcement de 5 positions existantes (pour près de 12% du portefeuille valorisé au 30/09/2015). Nous avons, à cette occasion, utilisé une part importante de notre trésorerie disponible pour saisir des opportunités, notamment au cours de l'été. Pour rappel nous avons cédé l'intégralité de notre position Vallourec en avril, avant d'y investir à nouveau en août.

La plupart de nos positions traitent actuellement à des cours reflétant des niveaux de valorisation très modérés, voire bon marché, comme en atteste la structure du portefeuille au 30 septembre :

- Positions présentant une décote significative par rapport au Prix/Free Cash-Flow : 29,0% du portefeuille
- Positions présentant une décote par rapport au Prix/Valeur d'Actif Retraité : 53,7% du portefeuille
- Positions valorisées aujourd'hui en bourse de manière plus optimiste mais toujours raisonnable : 13,1%
- Cash : 4,2% du portefeuille

## IV - Vie des sociétés en portefeuilles - Quelques développements notables

---

La plupart des sociétés récemment rentrées en portefeuille subissent depuis deux à trois ans des baisses significatives de leurs profits et souvent aussi de leurs chiffres d'affaires. Nous avons investi dans ces sociétés pleinement conscients des difficultés qu'elles étaient en train de rencontrer. Etant nous-mêmes gérants d'entreprise, nous savons que rares sont les entreprises qui connaissent une croissance linéaire de leur activité et de leurs profits. Et cela n'en fait pas pour autant de mauvaises entreprises, ni de mauvais investissements.

Pour l'instant, que ce soit dans le secteur de l'équipement agricole et de construction, les services para-pétroliers, la sidérurgie ou l'extraction minière, rien n'indique une reprise de l'activité. Les agriculteurs en Amérique du Nord et en Europe ont profité de la hausse du prix des matières premières agricoles pendant la décennie 2000 pour renouveler et augmenter leurs équipements. Deere s'attend ainsi à une baisse de plus de 20% de ses ventes d'équipement en 2015. Le boom sur la même période du transport maritime de matières premières, combiné à des possibilités de financement bon marché, a conduit à la constitution d'un excédent d'offre ; de même pour les services para-pétroliers, qui voient leur "backlog" de projets diminuer rapidement suite à la forte baisse des investissements de la part des producteurs. Le ralentissement de l'économie chinoise et l'absence pour le moment de relai de croissance dans le reste du monde ainsi que la stratégie de renforcement de sa part de marché par l'OPEP aggravent encore les difficultés de ces différents secteurs en augmentant encore le déficit de demande face à une offre toujours pléthorique.

Dans un tel contexte, la plupart de nos sociétés ont pourtant bien tiré leur épingle du jeu. Leur structure financière ne s'est généralement pas dégradée et s'est souvent améliorée. Elles ont poursuivi la rationalisation de leur outil de production : D/S Norden a réduit sa flotte en profitant de l'expiration de contrats de location, ArcelorMittal a fermé plusieurs usines pour réduire ses capacités... Elles ont aussi continué d'investir dans leur développement : TGS Nopec et Subsea 7 obtiennent régulièrement de nouveaux contrats sur un marché pourtant très difficile, IBM poursuit le repositionnement de son portefeuille d'activités en croissant très rapidement sur des nouveaux marchés comme le "cloud" ou le "big data" ...

Les cycles économiques connaissent par définition après des phases de baisse des phases de reprise puis de régime de croisière. Que ce soit dans le secteur énergétique, minier, agricole ou celui de la consommation, rien selon nous n'a changé. Après l'hiver viendra le printemps puis l'été\*. Et nos entreprises sélectionnées, pour la plupart d'entre elles, pour leurs qualités (solidité financière, positions fortes sur leur marché, gestion serrée de leurs coûts, rationalité de leurs dirigeants/actionnaires...) récolteront alors le fruit du travail considérable en train d'être aujourd'hui accompli par leurs équipes.

\* Il s'agit bien évidemment d'une métaphore. Le printemps et l'été évoqués ici peuvent survenir non pas en 2016 mais plus tard.





## V - Réflexions sur quelques investissements

---

### *Quatre déceptions pour un même enseignement*

#### Tesco

*“Somebody once said that in looking for people to hire, you look for three qualities: integrity, intelligence, and energy. And if you don't have the first, the other two will kill you”. Warren Buffett*

Nous avons en 2010 - 2011 accumulé une position importante en actions Tesco que nous réduisîmes progressivement avant de la céder complètement en 2013 - 2015. Nous avons lors de notre prise de décision d'investissement privilégié les avantages concurrentiels dont bénéficiait le groupe du fait de ses parts de marché dominantes au Royaume-Uni et des économies d'échelle en matière de logistique, puissance d'achat et publicité qui en résultaient. En outre les positions fortes déjà établies à l'étranger (Corée du Sud, Europe de l'Est,...) nous semblaient de bon augure.

Mais en matière de distribution, pour reprendre deux adages bien connus : “retail is detail” et “the devil is in the detail”. Ce qui manqua à Tesco ces dernières années, ce fut une équipe de direction disposant d'une vraie vision à long terme des priorités dans lesquelles investir et capable de tenir le cap face aux analystes financiers de la City. Au lieu de veiller à préserver la compétitivité-prix, la qualité et la “convenience” de son offre, que ce soit au niveau des produits vendus ou de son réseau de magasins, Tesco a choisi de privilégier le maintien de ses marges et de sa croissance du chiffre d'affaires par ouverture de nouvelles surfaces. Ce pilotage du groupe avec les yeux des dirigeants rivés sur un objectif de croissance annuelle à deux chiffres du résultat par action ne pouvait conduire qu'à la catastrophe. D'autant que dans le même temps, Tesco avait à affronter l'émergence de deux formes redoutables de concurrence : Internet et le hard discount à l'allemande.

Tesco vit sur cette période ses parts de marché et sa rentabilité s'effriter en même temps que sa situation financière se détériorait. Les dirigeants en place furent remerciés à l'été 2014 et une nouvelle équipe mise en place. Laquelle ne tarda pas à découvrir que Tesco avait eu recours depuis de nombreuses années à des pratiques comptables et commerciales douteuses en vue de “doper” ses profits.

Si le système britannique de gouvernance, avec une dualité de pouvoir entre un “CEO” et un “Chairman” tous deux trop à l'écoute de la City, porte une grande part de responsabilité dans cette débâcle, rien ne nous forçait d'y participer. Sauf peut-être l'urgente et dangereuse nécessité d'investir la trésorerie alors disponible dans le portefeuille. Grâce aux marges de sécurité que nous nous étions imposé lors de l'achat, nous avons malgré tout réussi à sortir de cet investissement sans enregistrer de perte en capital.

## Next

*“When we went looking for the next investment instead of keeping the Next investment.”*

Next PLC, groupe britannique de distribution vestimentaire, est une société remarquablement bien gérée tant au niveau opérationnel que financier. Elle a à sa tête Simon Wolfson, un dirigeant expérimenté qui, en tant que dirigeant d'entreprise, a une qualité rare, celle de penser et d'agir avant tout comme un actionnaire (il détient d'ailleurs 1% du capital).

Malgré ces qualités, nous n'avons pas réussi à identifier l'avantage concurrentiel durable sur lequel pouvait reposer le succès à venir du groupe Next. En quoi Next n'était-il pas exposé comme d'autres à l'infidélité de ses clients en matière de style et de mode ? Nous ne réussissions pas à répondre à cette question. En 2011, le groupe a commencé à se diversifier dans le petit équipement de la maison (mobilier/décoration) en ouvrant des magasins dédiés à cette offre.

Nous avons pu en 2009-2010 accumuler des actions Next à un prix tellement attractif que nos questions sans réponse quant à l'avantage concurrentiel du groupe importaient relativement peu. Après un doublement du cours de bourse en quelques années, ces questions revinrent sur le devant de la scène. Et combinées à une tentative de diversification dans l'équipement de la maison qui nous surprenait, elles nous conduisirent à céder la position sur des niveaux de 20 £ en février 2011.

Le cours de l'action aujourd'hui est d'environ 75 £ et en termes de PER, l'action n'est pas très chère, sans être pour autant bon marché. Le bilan financier du groupe est très sain. Le dirigeant est toujours le même. La stratégie de développement n'a pas changé. Les faits sont parlants : nous avons eu tort de céder cette position. Plutôt que de nous concentrer à l'exclusion du reste sur l'identification d'un avantage concurrentiel durable, nous aurions dû privilégier l'approche de gestion de Simon Wolfson et la solidité financière du groupe. Il fallait concevoir cet investissement comme une participation dans une entreprise de distribution au côté d'un dirigeant expérimenté dont on pouvait penser que les décisions en matière d'allocation de capital allaient être rationnelles et probablement réussies, comme son parcours professionnel et son discours l'attestaient. Si les perspectives de rentabilité et de croissance de Next s'étaient révélées médiocres ou mauvaises, Simon Wolfson aurait alors procédé à une réduction significative du capital mis à sa disposition, préservant ainsi la valeur de notre investissement.

## Premier Farnell et Electrocomponents

*“The high service electronic distribution businesses that didn’t deliver.”*

Lorsqu’on se penche sur la performance économique, sur les quinze dernières années, de ces deux sociétés britanniques de distribution de composants électroniques, force est de constater qu’elle est très décevante. Ainsi, malgré une hausse significative du chiffre d’affaires, leur marge opérationnelle a presque été divisée par deux, notamment impactée par une baisse régulière de la marge brute. Il est difficile d’expliquer un tel parcours quand on connaît le contexte concurrentiel très favorable dans laquelle ces sociétés semblent opérer : seuls les acteurs disposant de très nombreux donneurs d’ordres, difficiles à acquérir, peuvent rentabiliser un stock comportant des centaines de milliers de références pour des commandes d’un montant moyen très faible.

Comme pour Tesco, il est probable que les dirigeants, qui n’étaient que peu impliqués au capital, se soient trop focalisés sur des indicateurs financiers de court terme afin de satisfaire les attentes de la City, au lieu de veiller à maintenir une excellence opérationnelle indispensable dans ce type de modèle. Il semble d’ailleurs que Mouser, un de leurs deux concurrents nord-américains, racheté par Berkshire Hathaway en 2007 et probablement géré dans une optique de plus long terme, ait prospéré pendant que la profitabilité de nos deux compères britanniques déclinait.

Si, du fait de nos exigences en matière de décote boursière par rapport à nos estimations de valeur intrinsèque, ces investissements ont finalement contribué positivement à la performance du portefeuille, les taux de rentabilité obtenus sur ces deux positions historiques n’ont pas du tout été à la hauteur de nos attentes. Ex-post, notre temps et votre capital auraient pu être bien mieux employés si nous les avions investis autrement.

### *Enseignement*

Pour éviter la répétition de telles déceptions, nous sommes désormais encore plus exigeants quant à la rationalité des entreprises en matière d’allocation de leur capital, ainsi qu’à la qualité et à l’engagement de long terme de leurs dirigeants. Nous privilégions les investissements aux côtés de dirigeants plus entrepreneuriaux et moins soucieux du qu’en dira-t-on boursier.

Nos investissements ou réinvestissements dans American Express, IBM, Leucadia National, Markel, ou Fairfax Financial sont l’illustration directe du poids, encore plus important, que nous accordons aujourd’hui à ces questions.

## *Tirer parti des circonstances pour appliquer avec succès notre approche, hier et aujourd'hui*

*“Invest at the point of maximum pessimism.” Sir John Templeton*

Au cours des dernières années, notre investissement dans le groupe de travail temporaire Randstad, a été l'un des plus gros contributeurs à la performance de nos fonds.

En 2007-2008, suite au ralentissement de l'économie mondiale, Randstad a vu son cours de bourse passer de plus de 60 € à moins de 10 € en seulement 18 mois, alors que les fondamentaux de son activité n'étaient pas remis en cause à long terme. Le groupe, 2<sup>ème</sup> acteur mondial, disposait en effet de parts de marché très importantes dans les pays où il était présent, ce qui lui conférait des économies d'échelle considérables par rapport à ses concurrents plus modestes. De plus, Randstad avait à sa tête une équipe de direction expérimentée et un actionnaire de référence. Notre principale préoccupation a donc été de nous assurer que son bilan était assez solide pour résister à une période prolongée de sous-activité, le rachat récent de Vedior ayant considérablement augmenté le niveau d'endettement du groupe.

Convaincus de la capacité de Randstad à non seulement traverser la crise, mais même à en sortir renforcé, ses concurrents moins armés étant susceptibles de souffrir encore plus, nous avons investi dès juin 2008. Il a ensuite fallu rester rationnel pour progressivement renforcer cette position alors que son cours de bourse continuait de chuter, les différents acteurs du marché voulant absolument sortir de ce secteur qui en quelques mois semblait ne plus avoir aucun avenir. C'est notre souci de rationalité et notre indépendance d'esprit qui nous ont permis de ne pas céder à la panique ambiante face à un flux quotidien de mauvaises nouvelles et d'opinions alarmistes à court terme. Monsieur Marché retrouvant ensuite, peu à peu, ses esprits, la contribution de cet investissement à la performance du fonds, d'abord négative, changea radicalement de signe. Jusqu'à ce que nous décidâmes de céder l'intégralité de cette position dans de très bonnes conditions en 2014.

Cet investissement dans Randstad est emblématique de l'opportunité que peut représenter un investissement dans une valeur cyclique solide financièrement et avec une position concurrentielle forte, lorsque son secteur est délaissé par les analystes pour des raisons conjoncturelles et non structurelles.

Nous avons d'ailleurs eu plusieurs autres réussites de même nature, que ce soit avec des entreprises conçues sur un modèle similaire comme par exemple le recruteur britannique Hays ou d'autres plus “capital intensive” comme le cimentier Vicat ou le fabricant de moquette nord-américain Mohawk. Nous espérons pouvoir bientôt ajouter à cette liste de succès “contrariens” nos investissements récents effectués de manière sélective dans des sociétés exposées au cycle pétrolier, sidérurgique ou minier. “Only time will tell”.



## Annexes

---

Annexe 1 : Principes de gestion - Pastel & Associés

Annexe 2 : Manuel du porteur de parts

Annexe 3 : Extrait de la lettre annuelle 2013 de Berkshire Hathaway par Warren Buffett

## 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 "Treynor" 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, ...).
  - ...



## MANUEL DU PORTEUR DE PARTS\*

### **Engagement**

Le porteur de parts des fonds gérés par Pastel & Associés adhère à la philosophie de gestion de la société (voir Principes de gestion en pages 22 et 23 de ce document). Celle-ci s'inspire très largement de méthodologies dites "value", illustrées entre autres par la pratique et les écrits de gérants comme Benjamin Graham, John Templeton ou encore Warren Buffett.

Souscrire aux fonds gérés par Pastel & Associés nécessite également, de la part de l'investisseur, d'avoir accompli au préalable un travail personnel de réflexion sur ce qu'un investissement dans ces fonds impliquera, pour lui, en matière d'attitude, de comportement et d'attentes.

### **Résilience**

Le porteur de parts de nos fonds, pour conserver sa position et ne pas la liquider trop tôt et au mauvais moment, devra préalablement à toute souscription être sûr de sa capacité à naviguer à contre-courant des idées boursières à la mode et à maintenir sa confiance dans notre gestion quand autour de lui, peu nombreux sont/seront ceux qui la partageront. Il aura probablement, pendant des durées qui peuvent être longues, à affronter un flux de "mauvaises" nouvelles et d'opinions critiques quant à certaines, sinon la plupart, des valeurs présentes dans le portefeuille de nos fonds. Rien de surprenant ici quand on sait que nos investissements sont souvent, au moment de leur mise en portefeuille, bien éloignés du "consensus de place". Par ricochet, les parts qu'il détient dans nos fonds pourront faire l'objet de critiques et de remises en question par des tiers.

### **Patience**

Le porteur de parts de nos fonds sait attendre que l'orage passe. Il est en effet possible, voire probable, que la valeur boursière de son investissement connaisse, pendant des périodes de plusieurs mois, sinon de quelques années, des pertes ou des décalages de performances importants par rapport aux indices et univers de gérants "comparables". De tels "événements", inévitables, ne remettent pas en question sa confiance dans notre gestion et nos choix d'investissement. Il sait ensuite attendre avant de récolter les fruits de son investissement. En vendant trop tôt ses parts, il risquerait de se priver de taux élevés de rentabilité. Une souscription dans nos fonds n'a donc de sens que si les parts ainsi acquises sont réellement détenues pendant une durée minimale de cinq ans.

### **Réalisme**

Pour le porteur de parts de nos fonds, le futur ne se lit ni dans les modèles, ni dans les étoiles. Il ne souscrit pas dans nos fonds parce que la composition géographique ou sectorielle de notre portefeuille correspond à d'hypothétiques anticipations macroéconomiques ou de marché. Et en effet, la direction, ainsi que le taux de croissance, de la bourse ou de l'activité de tel pays ou de tel secteur, sont rarement corrélés à la performance de nos investissements dans le pays ou le secteur en question. Notons par ailleurs, que la composition de nos fonds ne reflète aucune anticipation macroéconomique ou boursière à court-moyen terme.

\*Il s'agit ici du porteur de parts de nos fonds Valeur Intrinsèque ou Margin of Safety Fund.

### **Priorité au sens pratique**

Le porteur de parts de nos fonds n'a que faire des enseignements de la "théorie moderne du portefeuille" (MPT) ainsi que de ses derniers avatars. Il a compris que ce n'est pas en optimisant le "beta", "l'alpha", le ratio de "Sharpe" ou la volatilité de ses investissements qu'il préservera à long terme son capital et le fera fructifier. D'ailleurs, l'investisseur dans nos fonds sait que nos décisions de gestion pourraient demain fortement modifier la valeur de ces paramètres, sans que nous ayons, pour autant, altéré d'un iota notre méthode d'investissement. C'est pourquoi il n'accorde pas d'importance à ces concepts mathématiques et préfère se concentrer sur le seul risque qui vaille la peine d'être suivi : celui consistant simplement en la possibilité de perdre durablement une partie importante de son capital.

## Some Thoughts About Investing

*Investment is most intelligent when it is most businesslike.*

— *The Intelligent Investor* by Benjamin Graham

It is fitting to have a Ben Graham quote open this discussion because I owe so much of what I know about investing to him. I will talk more about Ben a bit later, and I will even sooner talk about common stocks. But let me first tell you about two small non-stock investments that I made long ago. Though neither changed my net worth by much, they are instructive.

This tale begins in Nebraska. From 1973 to 1981, the Midwest experienced an explosion in farm prices, caused by a widespread belief that runaway inflation was coming and fueled by the lending policies of small rural banks. Then the bubble burst, bringing price declines of 50% or more that devastated both leveraged farmers and their lenders. Five times as many Iowa and Nebraska banks failed in that bubble's aftermath than in our recent Great Recession.

In 1986, I purchased a 400-acre farm, located 50 miles north of Omaha, from the FDIC. It cost me \$280,000, considerably less than what a failed bank had lent against the farm a few years earlier. I knew nothing about operating a farm. But I have a son who loves farming and I learned from him both how many bushels of corn and soybeans the farm would produce and what the operating expenses would be. From these estimates, I calculated the normalized return from the farm to then be about 10%. I also thought it was likely that productivity would improve over time and that crop prices would move higher as well. Both expectations proved out.

I needed no unusual knowledge or intelligence to conclude that the investment had no downside and potentially had substantial upside. There would, of course, be the occasional bad crop and prices would sometimes disappoint. But so what? There would be some unusually good years as well, and I would never be under any pressure to sell the property. Now, 28 years later, the farm has tripled its earnings and is worth five times or more what I paid. I still know nothing about farming and recently made just my second visit to the farm.

In 1993, I made another small investment. Larry Silverstein, Salomon's landlord when I was the company's CEO, told me about a New York retail property adjacent to NYU that the Resolution Trust Corp. was selling. Again, a bubble had popped – this one involving commercial real estate – and the RTC had been created to dispose of the assets of failed savings institutions whose optimistic lending practices had fueled the folly.

Here, too, the analysis was simple. As had been the case with the farm, the unleveraged current yield from the property was about 10%. But the property had been undermanaged by the RTC, and its income would increase when several vacant stores were leased. Even more important, the largest tenant – who occupied around 20% of the project's space – was paying rent of about \$5 per foot, whereas other tenants averaged \$70. The expiration of this bargain lease in nine years was certain to provide a major boost to earnings. The property's location was also superb: NYU wasn't going anywhere.

I joined a small group, including Larry and my friend Fred Rose, that purchased the parcel. Fred was an experienced, high-grade real estate investor who, with his family, would manage the property. And manage it they did. As old leases expired, earnings tripled. Annual distributions now exceed 35% of our original equity investment. Moreover, our original mortgage was refinanced in 1996 and again in 1999, moves that allowed several special distributions totaling more than 150% of what we had invested. I've yet to view the property.

Income from both the farm and the NYU real estate will probably increase in the decades to come. Though the gains won't be dramatic, the two investments will be solid and satisfactory holdings for my lifetime and, subsequently, for my children and grandchildren.

I tell these tales to illustrate certain fundamentals of investing:

- You don't need to be an expert in order to achieve satisfactory investment returns. But if you aren't, you must recognize your limitations and follow a course certain to work reasonably well. Keep things simple and don't swing for the fences. When promised quick profits, respond with a quick "no."
- Focus on the future productivity of the asset you are considering. If you don't feel comfortable making a rough estimate of the asset's future earnings, just forget it and move on. No one has the ability to evaluate every investment possibility. But omniscience isn't necessary; you only need to understand the actions you undertake.
- If you instead focus on the prospective price change of a contemplated purchase, you are speculating. There is nothing improper about that. I know, however, that I am unable to speculate successfully, and I am skeptical of those who claim sustained success at doing so. Half of all coin-flippers will win their first toss; *none* of those winners has an expectation of profit if he continues to play the game. And the fact that a given asset has appreciated in the recent past is *never* a reason to buy it.
- With my two small investments, I thought *only* of what the properties would produce and cared not at all about their daily valuations. Games are won by players who focus on the playing field – not by those whose eyes are glued to the scoreboard. If you can enjoy Saturdays and Sundays without looking at stock prices, give it a try on weekdays.
- Forming macro opinions or listening to the macro or market predictions of others is a waste of time. Indeed, it is dangerous because it may blur your vision of the facts that are truly important. (When I hear TV commentators glibly opine on what the market will do next, I am reminded of Mickey Mantle's scathing comment: "You don't know how easy this game is until you get into that broadcasting booth.")
- My two purchases were made in 1986 and 1993. What the economy, interest rates, or the stock market might do in the years immediately following – 1987 and 1994 – was of no importance to me in making those investments. I can't remember what the headlines or pundits were saying at the time. Whatever the chatter, corn would keep growing in Nebraska and students would flock to NYU.

There is one major difference between my two small investments and an investment in stocks. Stocks provide you minute-to-minute valuations for your holdings whereas I have yet to see a quotation for either my farm or the New York real estate.

It should be an enormous advantage for investors in stocks to have those wildly fluctuating valuations placed on their holdings – and for some investors, it is. After all, if a moody fellow with a farm bordering my property yelled out a price every day to me at which he would either buy my farm or sell me his – and those prices varied widely over short periods of time depending on his mental state – how in the world could I be other than benefited by his erratic behavior? If his daily shout-out was ridiculously low, and I had some spare cash, I would buy his farm. If the number he yelled was absurdly high, I could either sell to him or just go on farming.

Owners of stocks, however, too often let the capricious and often irrational behavior of their fellow owners cause them to behave irrationally as well. Because there is so much chatter about markets, the economy, interest rates, price behavior of stocks, etc., some investors believe it is important to listen to pundits – and, worse yet, important to consider acting upon their comments.

Those people who can sit quietly for decades when they own a farm or apartment house too often become frenetic when they are exposed to a stream of stock quotations and accompanying commentators delivering an implied message of “Don’t just sit there, *do* something.” For these investors, liquidity is transformed from the unqualified benefit it should be to a curse.

A “flash crash” or some other extreme market fluctuation can’t hurt an investor any more than an erratic and mouthy neighbor can hurt my farm investment. Indeed, tumbling markets can be helpful to the true investor if he has cash available when prices get far out of line with values. A climate of fear is your *friend* when investing; a euphoric world is your enemy.

During the extraordinary financial panic that occurred late in 2008, I never gave a thought to selling my farm or New York real estate, even though a severe recession was clearly brewing. And, if I had owned 100% of a solid business with good long-term prospects, it would have been foolish for me to even consider dumping it. So why would I have sold my stocks that were small participations in wonderful businesses? True, any one of them might eventually disappoint, but as a group they were certain to do well. Could anyone really believe the earth was going to swallow up the incredible productive assets and unlimited human ingenuity existing in America?

\*\*\*\*\*

When Charlie and I buy stocks – which we think of as small portions of businesses – our analysis is very similar to that which we use in buying entire businesses. We first have to decide whether we can sensibly estimate an earnings range for five years out, or more. If the answer is yes, we will buy the stock (or business) if it sells at a reasonable price in relation to the bottom boundary of our estimate. If, however, we lack the ability to estimate future earnings – which is usually the case – we simply move on to other prospects. In the 54 years we have worked together,

we have *never* foregone an attractive purchase because of the macro or political environment, or the views of other people. In fact, these subjects never come up when we make decisions.

It's vital, however, that we recognize the perimeter of our "circle of competence" and stay well inside of it. Even then, we will make some mistakes, both with stocks and businesses. But they will not be the disasters that occur, for example, when a long-rising market induces purchases that are based on anticipated price behavior and a desire to be where the action is.

Most investors, of course, have not made the study of business prospects a priority in their lives. If wise, they will conclude that they do not know enough about specific businesses to predict their future earning power.

I have good news for these non-professionals: The typical investor doesn't need this skill. In aggregate, American business has done wonderfully over time and will continue to do so (though, most assuredly, in *unpredictable* fits and starts). In the 20th Century, the Dow Jones Industrials index advanced from 66 to 11,497, paying a rising stream of dividends to boot. The 21st Century will witness further gains, almost certain to be substantial. The goal of the non-professional should not be to pick winners – neither he nor his "helpers" can do that – but should rather be to own a cross-section of businesses that in aggregate are bound to do well. A low-cost S&P 500 index fund will achieve this goal.

That's the "what" of investing for the non-professional. The "when" is also important. The main danger is that the timid or beginning investor will enter the market at a time of extreme exuberance and then become disillusioned when paper losses occur. (Remember the late Barton Biggs' observation: "A bull market is like sex. It feels best just before it ends.") The antidote to that kind of mistiming is for an investor to accumulate shares over a long period and never to sell when the news is bad and stocks are well off their highs. Following those rules, the "know-nothing" investor who both diversifies and *keeps his costs minimal* is virtually certain to get satisfactory results. Indeed, the unsophisticated investor who is realistic about his shortcomings is likely to obtain better long-term results than the knowledgeable professional who is blind to even a single weakness.

If "investors" frenetically bought and sold farmland to each other, neither the yields nor prices of their crops would be increased. The only consequence of such behavior would be decreases in the overall earnings realized by the farm-owning population because of the substantial costs it would incur as it sought advice and switched properties.

Nevertheless, both individuals and institutions will constantly be urged to be active by those who profit from giving advice or effecting transactions. The resulting frictional costs can be huge and, for investors in aggregate, devoid of benefit. So ignore the chatter, keep your costs minimal, and invest in stocks as you would in a farm.

My money, I should add, is where my mouth is: What I advise here is essentially identical to certain instructions I've laid out in my will. One bequest provides that cash will be delivered to a trustee for my wife's benefit. (I have to use cash for individual bequests, because *all* of my

Berkshire shares will be fully distributed to certain philanthropic organizations over the ten years following the closing of my estate.) My advice to the trustee could not be more simple: Put 10% of the cash in short-term government bonds and 90% in a very low-cost S&P 500 index fund. (I suggest Vanguard's.) I believe the trust's long-term results from this policy will be superior to those attained by most investors – whether pension funds, institutions or individuals – who employ high-fee managers.

# PASTEL & ASSOCIÉS

---

SOCIÉTÉ DE GESTION DE PORTEFEUILLE

9-11, avenue Franklin D. Roosevelt 75008 Paris - France  
33 (0)1 58 36 24 00 - [www.pastel.fr](http://www.pastel.fr)  
Agrément AMF GP 97-108