



## Le gérant de la semaine



**David Pastel**  
Président de  
**Pastel &**  
Associés et  
gérant de Valeur  
Intrinsèque (\*)

**« Un portefeuille de 20 à 30 valeurs est la bonne moyenne »**

**La crise économique vous a-t-elle conduits à infléchir votre style de gestion, très concentré sur 25 valeurs seulement ?**

La crise économique et boursière a confirmé et validé notre approche plus qu'elle nous a conduits à l'infléchir. En effet, nos portefeuilles ont très bien résisté à la crise, en particulier nos fonds Valeur Intrinsèque et Margin of Safety, qui ont gagné respectivement 57,2 % et 69,9 % en 2009, même si dans un premier temps ils ont commencé par baisser, pour ensuite complètement récupérer la baisse initiale.

Pour nous, un portefeuille constitué de 20 à 30 valeurs est la bonne moyenne, 25 étant le nombre d'or. Il permet de suffisamment diversifier le risque tout en nous

permettant de bien connaître et suivre les valeurs en portefeuille. En outre, le taux de rotation de nos portefeuilles est bas car nous conservons les valeurs plus de trois ans, mais nous faisons aussi attention à ne pas en tomber amoureux et à pouvoir céder toute participation le moment venu.

**Comment opérez-vous votre choix de valeurs ? Faites-vous évoluer les risques sectoriels et thématiques ?**

Nous ne cherchons pas à constituer a priori un portefeuille selon un schéma d'allocation d'actifs sectoriel ou géographique. Nous voulons acheter à des prix intéressants des sociétés dans lesquelles nous pourront rester longtemps, et le résultat de ces achats constitue un portefeuille qui a posteriori aura une allocation d'actifs. En fonction des phases du cycle économique, cela peut nous conduire à avoir une répartition sectorielle très différente de celle des indices ou des gestionnaires concurrents.

Nous avons ainsi des positions importantes dans les services aux entreprises, dans la distribution spécialisée de détail au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, dans les matériaux de construction et les industries qui en dépendent.

Donc effectivement, notre portefeuille a des caractéristiques fortes, qui correspondent à notre approche qui est atypique et bien souvent à contre-tendance de la mode.

**Avez-vous une valeur emblématique de votre style de gestion ?**

Randstad reflète bien notre approche. Nous avons investi une première fois dans cette société néerlandaise de travail temporaire en 2001-2002 sur des niveaux de 14 euros, pour voir le cours s'effondrer rapidement au-dessous de 10 euros. Nous avons alors renforcé notre position pendant la baisse. Le fruit du travail de l'équipe de direction et la qualité de l'entreprise ont conduit progressivement ses résultats à s'améliorer. Et, quelques années après, en 2004 et 2005, le titre flirtait avec les 40 et 50 euros. A ce niveau de cours trop élevé par rapport à la valeur intrinsèque, nous avons décidé de céder l'intégralité de la participation. En 2007 et 2008, les marchés nous ont à nouveau offert la possibilité de revenir sur le titre à des niveaux très intéressants. Actuellement, le cours est revenu vers 30 à 35 euros et nous conservons la position.

**Propos recueillis par Joël Antoine**

(\*) FR0000979221