

L'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway (3 mai 2003)

L'assemblée de Berkshire Hathaway est devenu pour moi un pèlerinage annuel. Tout comme pour 15 000 autres personnes qui se sont rassemblées à Omaha pour entendre les propos de Warren Buffett et de son partenaire de toujours Charles Munger.

Voici donc un compte-rendu avec photos. Les textes ont été écrits par Bernard Mooney et publiés dans le Journal Les Affaires. Nous les remercions pour leur permission de publication.

Une foire capitaliste internationale

Quelque 15 000 investisseurs de partout dans le monde sont venus écouter le maître.

Omaha - Ils viennent de partout sur la planète pour voir et entendre Warren Buffett et son partenaire de toujours Charlie Munger lors de l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway. En effet, des actionnaires venant d'aussi loin que l'Australie, l'Autriche et l'Inde étaient réunis au Civic Auditorium. Tout près du représentant des AFFAIRES, il y avait deux actionnaires de Cologne, en Allemagne.



Le Civic Arena, lieu de l'assemblée de Berkshire

À 6 h 45 le matin de l'assemblée, il y avait déjà plusieurs milliers de personnes attendant l'ouverture des portes du centre, prévue pour 7 h, alors que l'assemblée ne commençait qu'à 9 h 30. Ces actionnaires, en attendant l'arrivée de M. Buffett, ont pu visiter les stands de sociétés privées appartenant à Berkshire. Ils ont pu acheter de la crème glacée de Dairy Queen, des bijoux de la bijouterie Borsheim's, des chandails et sous-vêtements Fruit of the Loom, et même souscrire une police d'assurance auto de Geico.



Jean-Philippe Bouchard, André Gosselin, Bernard Mooney et Mario Projean en ligne pour entrer au Civic Arena.

À 9 h 30 pile, l'assemblée commence. Après avoir exécuté les formalités de l'entreprise en 10 minutes, M. Buffett a fait quelques commentaires sur ses récentes acquisitions et ses résultats du premier trimestre. Ensuite, les actionnaires ont posé leurs questions jusqu'à 15 h30.

Outre l'assemblée, de nombreuses activités ont occupé les actionnaires pendant tout le week-end. Le vendredi soir, ils ont été invités à un cocktail chez Borsheim's. Le samedi, le détaillant de meubles Nebraska Furniture Mart leur a offert un barbecue géant auquel a assisté M. Buffett, qui a signé des autographes, "préférentiellement des factures" d'achats faits dans le magasin.



Le légendaire Nebraska Furniture Mart, le plus important magasin de meubles aux États-Unis.

Un homme d'affaires exceptionnel caché par l'investisseur

En achetant une des filiales de Wal-Mart, Warren Buffett a encore une fois démontré qu'en plus d'être un investisseur hors pair, il est un homme d'affaires exceptionnel. C'est là une facette trop peu connue du célèbre milliardaire. Berkshire Hathaway, la société qu'il contrôle depuis 1965, vient en effet de mettre la main sur McLane, un distributeur de provisions aux épicerie et aux dépanneurs américains. Pourquoi l'avoir acheté ? Parce que son président a développé une entreprise de services qui approvisionne des dizaines de milliers de commerces d'une manière extrêmement efficace. Bref, parce qu'elle se démarque grâce à cet avantage compétitif important.

Cette acquisition de plus d'un milliard, effectuée à la veille de son assemblée annuelle, vient d'ailleurs rappeler un des secrets du sage d'Omaha: l'avantage concurrentiel d'une entreprise est maître. Voilà pourquoi M. Buffett a toujours demandé aux gestionnaires à la tête de ses entreprises de rechercher sans cesse les moyens d'augmenter les facettes qui distinguent leur entreprise et la protège de la compétition. Et comme eux, il a toujours recherché dans chacun de ses placements cet avantage. Les exemples sont nombreux : Coca-Cola ? Son système de distribution planétaire. American Express ? Une des marques de commerce les plus prestigieuses au monde. Geico ? Un assureur inégalé grâce à ses bas prix.

Aujourd'hui, à 72 ans, M. Buffett contrôle, d'Omaha, sa ville natale au Nebraska, un empire avec des revenus de 42,4 milliards américains (G\$), une valeur boursière de 110

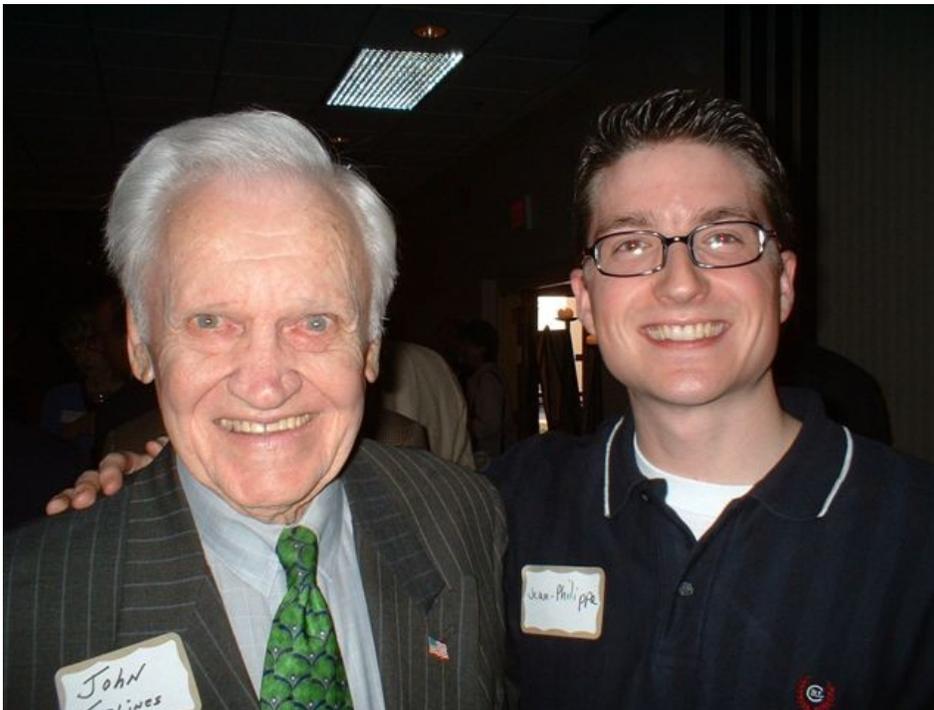
G\$ US, environ 130 000 employés et 350 000 actionnaires - et une action valant plus de 72 000 \$ US en Bourse.

L'homme d'affaires

Loin de s'isoler dans la tour d'ivoire des riches, M. Buffett, milliardaire, est demeuré simple et terre à terre. Il attribue sa réussite à quelques règles simples comme acheter de bonnes entreprises et les garder pour l'éternité. À titre d'investisseur, il a entre autres acheté des actions du Washington Post en 1973, de Coca-Cola en 1988 et de Gillette en 1989, qu'il détient toujours. Il a payé environ 5 \$ US pour ses actions du Washington Post et elles valent plus de 700 \$ US aujourd'hui.

Par contre, M. Buffett achète aussi avec un doigté exceptionnel des sociétés privées qui satisfont, encore là, à ses règles simples. Elles doivent avoir des activités faciles à comprendre, un avantage concurrentiel distinct, un management qui demeure en place et un prix abordable. Il évite par ailleurs les entreprises en difficulté - se disant incapable de réaliser des revirements.

Lors des trois dernières années, Berkshire a consacré plus de 10 G\$ US à l'acquisitions de sociétés privées. Il a acheté par exemple le fabricant de tapis Shaw Industries, le fabricant de peintures Benjamin Moore et le fabricant de sous-vêtements Fruit of the Loom. Récemment, le 1er avril, le conglomérat a aussi lancé une offre de 1,7 G\$ US pour Clayton Homes, le plus important fabricant de maisons préusinées aux Etats-Unis, en plus de l'achat de McLane.



John Forlines, le président de Bank of Granite (83 ans) et Jean-Philippe Bouchard, analyste chez Giverny Capital

Au coeur de Berkshire Hathaway, on retrouve aussi d'importantes activités dans l'assurance générale et la réassurance. Ce sont notamment les importantes liquidités générées par les filiales de l'assurance qui fournissent le capital que M. Buffett investit ensuite au meilleur de son expertise. Malgré la taille de Berkshire, sa culture ultra décentralisée lui permet d'avoir seulement 15,8 employés à son siège social d'Omaha. La fraction représente une personne qui travaille quatre jours par semaine.

Robert Miles, auteur du livre *The Warren Buffett CEOs*, prétend que M. Buffett est largement sous-estimé. Il souligne qu'il a fait plus de 100 acquisitions au fil des ans et que jamais il n'a perdu un dirigeant, ce qui est exceptionnel à son point de vue.



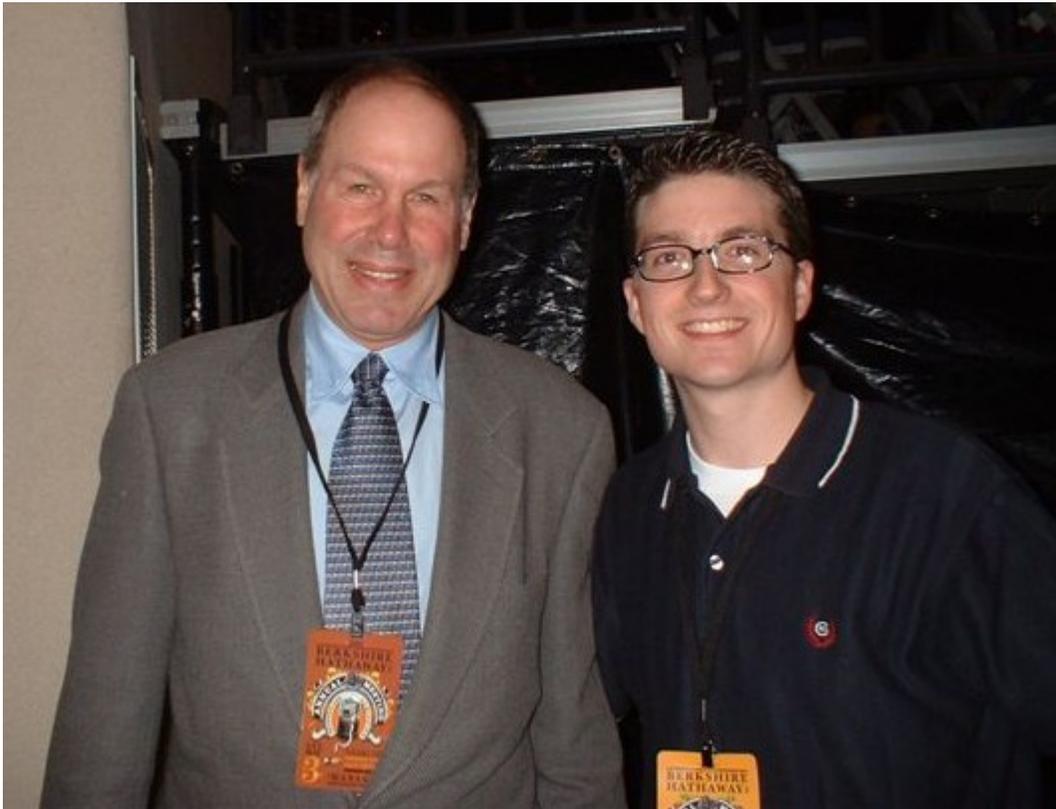
Robert Miles et François Rochon

En assemblée, M. Buffett a expliqué une partie de sa recette pour expliquer ce genre de succès. "La passion est probablement plus importante que l'intelligence", a-t-il lancé à un actionnaire qui lui demandait ce qu'il recherchait chez un entrepreneur. Il a ajouté qu'une personne qui a déjà bâti une entreprise prospère a démontré sa compétence. Ce qui lui reste à démontrer est la passion, pour le convaincre qu'il ne travaille pas pour l'argent.

Question de valeurs

Au-delà de sa performance financière, Warren Buffett fascine surtout par ses valeurs traditionnelles comme l'honnêteté, l'intégrité et la rationalité. Malgré sa richesse, il habite la même maison, payée 31 500 \$ en 1958 à Omaha, relativement modeste. Son seul luxe

est de voyager en avion, profitant des services d'achat d'avion en temps partagé d'une de ses filiales, NetJets, qui compétitionne Flexjet de Bombardier.



Michael Eisner, président de Walt Disney Company et Jean-Philippe Bouchard

Il reçoit un salaire de 100 000 \$ depuis plus de 10 ans, sans aucune option d'achat d'actions, dont il critique depuis plusieurs années l'usage effréné. Le rapport annuel de Berkshire reflète d'ailleurs la personnalité de son président. Sans photo ni graphique, il est simple, direct et candide.

Vous avez dit rendements?

Les 477 166 actions que Warren Buffett détient depuis 38 ans valent plus de 33 milliards de dollars US. Cela fait de lui le deuxième homme le plus riche aux États-Unis, derrière son ami Bill Gates, de Microsoft. En fait, la performance de M. Buffett est extraordinaire. Le cours du titre de Berkshire a été multiplié par 4 000 depuis qu'il dirige la société. Une personne qui aurait confié 10 000 \$ à M. Buffett en 1956 (année où il a commencé à gérer de l'argent) aurait, après les frais et les impôts, des actions valant plus de 250 M\$. Avant les frais, on parle de 500 M\$.

Si vous croyez que ce genre de calcul est seulement théorique, vous faites erreur. À son assemblée annuelle, M. Buffett a souligné la présence d'un investisseur de la première

heure, Doris, qui représente bien les milliers d'investisseurs qui lui font confiance depuis ses débuts et sont devenus multimillionnaires par le fait même.

«Ayez des attentes modestes»

"Les investisseurs qui s'attendent à des rendements boursiers de 15 % et plus durant les prochaines années rêvent en couleurs. Les rendements seront de l'ordre de 6 à 7 %, ce qui est décent dans un contexte où l'inflation est contenue."

Le légendaire investisseur en est arrivé à sa prédiction après quelques déductions rationnelles : avec une économie en croissance d'environ 3 % et une inflation de 2 %, on parle d'une croissance prévue des profits des sociétés d'environ 5 %. Si vous ajoutez à cela les dividendes, vous avez un rendement potentiel de 6 à 7 %. Par contre, ce n'est pas ce rendement que l'investisseur obtiendra : il faut soustraire les coûts de transaction, ce qu'il appelle les "coûts de friction".



Barnett Helzberg, président de Helzberg Diamonds (une compagnie de Berkshire) confiant son argent à Jean-Philippe.

Avidité de certains dirigeants

Comme c'est leur habitude depuis des années, M. Buffett et son partenaire et vice-président de Berkshire, Charlie Munger, s'en sont pris aux dirigeants avides et aux pratiques déloyales de Wall Street. M. Buffett a souligné que la comptabilité des caisses de retraite était déficiente et que les déficits étaient sous-estimés. "J'ai vu des sociétés

déclarer des profits de 100 M\$ provenant de leurs caisses de retraite alors que leur caisse est déficitaire."

M. Buffett a ridiculisé ceux qui s'opposent à ce qu'on reconnaisse enfin les options d'achat d'actions comme étant une dépense réelle, au lieu d'en faire mention dans une note aux états financiers, comme c'est le cas actuellement. "Tant qu'à y être, pourquoi ne pas faire en sorte que les revenus soient des profits et ne pas mettre toutes les dépenses dans des notes à la fin des états financiers ?"

Le système actuel de rémunération des dirigeants est aussi inadéquat, constatent-ils. Avec leur comité et les consultants spécialisés en rémunération, vous obtenez un résultat truqué. "Un consultant embauché et payé par un président n'osera jamais lui donner un rapport suggérant qu'il est trop payé", dit M. Buffett.

Concernant l'utilisation des options, M. Munger déclare qu'elles offrent une redevance sur le passage du temps. "C'est un billet de loterie gratuit." M. Buffett a répété le danger de l'utilisation des produits dérivés, sujet qu'il aborde en détail dans son rapport annuel. Il a aussi indiqué qu'il était plus confortable avec les états financiers des années 60, même s'ils contenaient moins d'information. "Méfiez-vous des gens qui vous présentent des chiffres exacts en finance", a-t-il conseillé, en faisant référence au fait que les états financiers ne sont que des approximations qu'il faut étudier avec jugement.

À un actionnaire qui leur demandait ce qu'ils pensaient des profits avant amortissement, intérêts et impôts (EBITDA), M. Buffett a expliqué que l'amortissement est une vraie dépense. "En fait, c'est le pire genre de dépense, car l'argent est dépensé tout de suite et avec le temps on le reconnaît dans les états financiers." M. Munger, reconnu pour son franc-parler, a été moins poli : les EBITDA sont des "bullshit profits", a-t-il lancé. Sur ce, M. Buffett a ajouté : "Est-ce qu'il y a quelqu'un qu'on n'a pas encore insulté?"

Les dirigeants de Berkshire séduisent autant par leur sagesse que pour leur candeur. Après qu'un actionnaire ait félicité M. Buffett pour sa discipline, ce dernier a déclaré qu'il serait plus à l'aise d'en parler s'il avait 20 livres en moins. Pendant l'assemblée, les deux savourent d'ailleurs des bonbons See's, de la crème glacée Dairy Queen et boivent du Coca-Cola.

Apprendre de la critique et de ses erreurs

"Un des points forts de Berkshire Hathaway, c'est que nous avons été capables d'écouter la critique et d'apprendre de nos erreurs", a expliqué Charlie Munger, vice-président du conseil de la société d'Omaha. M. Munger attribue une grande partie du succès de l'entreprise dirigée par Warren Buffett à cette capacité de se remettre en question et de ne pas se cacher lorsqu'on commet une erreur. "Les sommes qui ont été perdues en raison de mauvaises décisions chez Berkshire Hathaway sont incroyables", a admis M. Munger.

Il a d'ailleurs indiqué lors de l'assemblée annuelle que la principale évolution du duo a été de passer du style classique de chasseur d'aubaines au style d'investisseur qui cherche à acheter des sociétés exceptionnelles à prix raisonnable. Au début de sa carrière, M. Buffett achetait des titres déprimés tels que définis par son maître à penser Benjamin Graham, soit des titres se vendant sous leur valeur comptable avec un faible ratio cours-bénéfice.

See's Candies

Mais sous l'influence de M. Munger, Warren Buffett est devenu un investisseur de croissance misant sur la qualité. Le moment clé a été l'achat en 1972 pour 25 M\$ US de See's Candies, qui fabrique et vend du chocolat haut de gamme, un peu comme Laura Secord au Canada. "Si on nous avait demandé 100 000 \$ US de plus, nous n'aurions pas acheté", s'est rappelé M. Munger.

- Voire 10 000 \$ US", a coupé M. Buffett.

- Et on aurait perdu quelque chose comme 1 milliard (G\$ US) de profits avant impôts que See's a générés pour Berkshire depuis", a ajouté M. Munger. Ce dernier a expliqué que lors des négociations pour acheter See's, le duo s'est fait dire qu'il sous-estimait la qualité en voulant acheter uniquement en fonction du prix, ce qu'il faisait depuis longtemps à la Bourse. Cette critique a fait réfléchir les dirigeants de Berkshire, surtout qu'ils étaient aux premières loges pour observer les avantages de posséder une entreprise de grande qualité.



Le See's Candies du Nebraska Furniture Mart (notez la machine à Coke à droite!).



Paul Ianni (de Fairfax Financial) et François Rochon au comptoir See's Candies



Chuck Huggins, Président de See's Candies avec Bernard Mooney et François Rochon

Lire, lire et encore lire

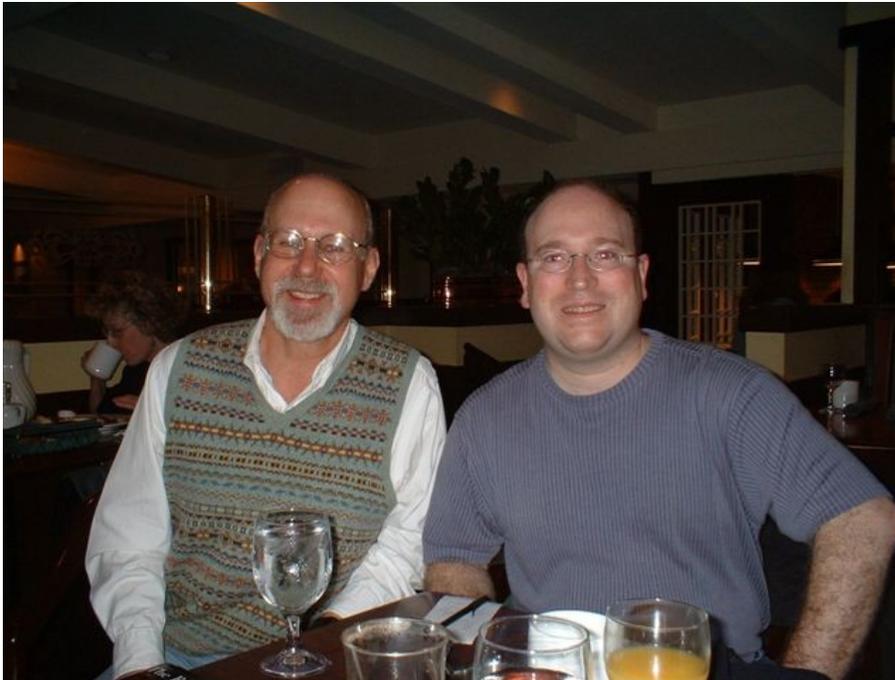
Ils recherchent donc des entreprises qui possèdent des avantages compétitifs sur plusieurs décennies "parce que nous ne vendrons jamais", a précisé M. Buffett. Selon lui, l'entreprise idéale est celle qui a un rendement de l'avoir élevé et qui peut réinvestir son capital en réalisant le même taux de rendement. "La plupart du temps, toutefois, les superbes entreprises ont des rendements élevés, mais un rendement peu élevé sur le capital réinvesti", a précisé M. Munger,

À un actionnaire qui demandait quel était le processus menant à une acquisition, M. Buffett a répondu qu'il lisait beaucoup - rapport annuel, formulaire 10 K, publications économiques et financières... "Il y a assez d'information publique pour évaluer la plupart des entreprises. Et, heureusement, la connaissance est cumulative." Il n'est pas enclin à parler avec la direction des entreprises ouvertes. "Les chiffres parlent davantage que les dirigeants et ils sont plus fiables."

Il a ajouté qu'il n'avait jamais regardé un rapport de recherche d'analyste financier. "Si je l'ai fait, c'est parce qu'il n'y avait pas de bandes dessinées à ma portée", a-t-il dit.

John Lichter, actionnaire de longue date, constate que le duo a beaucoup évolué avec le temps. "Il y a quelques années, lorsqu'on lui posait des questions sur le bonheur et le succès, M. Buffett répondait quelque chose du genre qu'il faut épargner, commencer à investir tôt dans la vie et prendre soin de soi", a expliqué aux AFFAIRES l'actionnaire qui a acheté ses premières actions en 1984.

Sa réponse a été très différente cette année. M. Buffett a expliqué à l'actionnaire âgé de 13 ans qui lui demandait le secret du bonheur et de la richesse que c'est d'être entouré de gens qui vous aiment. "Charlie et moi, nous connaissons des gens qui ont leur nom sur des édifices, mais que personne n'aime. Et la seule façon d'être aimé, c'est d'être aimable. Vous recevez toujours plus que vous donnez."



John Lichter et François Rochon, deux heureux actionnaires de Berkshire Hathaway