

L'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway (4 mai 2002)

[Cet article fut publié dans le journal Les Affaires du 11 mai 2002]

L'assemblée de Berkshire Hathaway est devenu pour moi un pèlerinage annuel. Tout comme pour 14 000 autres personnes qui se sont rassemblées à Omaha pour entendre les propos de Warren Buffett et de son partenaire de toujours Charles Munger.

Après les formalités d'usage (élection des directeurs, etc.) qui durent cinq minutes, le duo Buffett-Munger a répondu pendant près de six heures aux questions des actionnaires, toujours avec leurs humours et surtout leurs honnêtetés maintenant légendaires. Berkshire a maintenant 130 000 employés mais le siège social d'Omaha reste encore modeste malgré l'ajout d'un nouvel employé récemment, ce qui a porté le nombre à 15,8 (une employée travaille quatre jours par semaine).



Warren Buffett et François Rochon

L'année 2001 a été particulièrement difficile pour Berkshire Hathaway, surtout en considérant les énormes pertes que la compagnie a assumées suite aux attentats du 11 septembre. Et pourtant, Warren Buffett et Charles Munger croient qu'il pourrait y avoir des conséquences positives aux chaos qui ont suivi les événements du 11 septembre et de l'affaire ENRON, pour l'entreprise qu'ils dirigent et même pour les États-Unis en général.

Berkshire, étant actif dans le domaine de la ré-assurance (des assurances pour les assureurs), a été fortement touchée par les pertes des attaques du 11 septembre. Pour ce sinistre seulement, la compagnie a pris des charges de \$2,4 milliards de dollars américains. En fait, les pertes de General Re (la division de ré-assurance de Berkshire) ont été de l'ordre de \$4,3 milliards en 2001 ce qui a eu pour effet de faire baisser la valeur au livre de Berkshire par \$3,8 milliards, la première perte de la compagnie depuis l'arrivée de Buffett comme président en 1965.

Buffett ne regrette pas tant de payer les importantes réclamations d'assurance liées aux attentats, mais plutôt la négligence qu'il a fait preuve en ne recevant pas de primes pour les risques « terroristes » (c'était « en bonus », pour utiliser son expression). Mais les divisions d'assurance de Berkshire se sont vite empressées de rectifier le tir et rapidement, Berkshire est devenu le plus important assureur d'actes terroristes aux États-Unis. Par contre, toutes les polices possèdent une limite financière et ne couvrent pas les actes qu'il nomme NCB (nucléaire, chimique et biologique). Étonnement, Buffett a même avancé qu'une attaque terroriste nucléaire aux États-Unis était loin d'être un événement improbable. Il a par contre ajouté que cela pourrait arriver dans 10 ans ou même 50 ans. Mais qu'il fallait tenir compte de cette possibilité dans tout contrat d'assurance vendu par Berkshire.

M. Munger - dans son franc-parler légendaire - a ajouté que « ...bien certainement les pertes humaines du 11 septembre sont tragiques. Par contre, cela pourrait avoir une bonne conséquence : celle de faire sortir les américains de leur illusion de sécurité. Nous pouvons maintenant faire face à la réalité avec plus d'intelligence. »

D'un côté plus positif, l'année 2002 s'annonce très bonne pour Berkshire. Buffett a dévoilé en primeur les chiffres du premier trimestre, et le revirement est spectaculaire : des profits de \$20 millions et \$2 milliards de nouveau « float » généré (le « float » représente la somme des primes d'assurances souscrites et investies par Berkshire mais qui n'ont pas fait l'objet de réclamations encore). Le « float » a atteint le niveau incroyable de \$37 milliards. Le potentiel de gain est énorme : si Buffett réalise son objectif d'avoir un coût presque nul pour obtenir le float (un ratio de perte de souscription de 100%) et qu'il réalise 8% sur ce capital, cela se transformerait en un gain de plus de \$3 milliards par année pour ses actionnaires. L'objectif de Berkshire est simple : augmenter le « float » au coût le plus bas possible.

Enron

Buffett et Munger ont déploré la comptabilité frauduleuse de Enron mais ont ajouté que les investisseurs seront probablement plus prudents dans le futur et que les conséquences à long terme seront peut-être même positives pour l'économie américaine en général.

La vente et la vente à découvert

Souvent, les actionnaires ont posé des questions sur les critères d'achat de Buffett mais cette année, ce sont les critères de vente qui ont retenu l'attention. En réponse à une question sur les ventes de Disney et McDonald's, Buffett a expliqué quand c'était le bon temps pour vendre : « À mes débuts, j'avais plus d'idées que d'argent; je vendais donc la compagnie A parce que j'aimais mieux la compagnie B. Aujourd'hui c'est l'inverse, j'ai plus d'argent que d'idée. Nous vendons quand nous croyons que les avantages compétitifs (Buffett utilise l'expression « franchise ») de la compagnie ne sont pas aussi solides qu'ils étaient ou que nous croyions initialement. Par exemple, la franchise de l'industrie des journaux a fortement été érodée depuis quelques années».

Buffett a aussi parlé des dangers de la vente à découvert : « Nous avons identifié avec les années une centaine de compagnies que nous savions ne valaient rien (fraudes ou autres). Mais si nous les avons tous vendus à découvert, nous aurions probablement été ruinés avant de pouvoir en profiter. Cela a pris, dans certains cas, bien des années pour que la réalité s'affirme mais nous avons eu raison dans tous les cas. Quand vous êtes long sur un titre, vous avez le loisir d'attendre le temps nécessaire pour que la réalité l'emporte. Mais lorsque vous êtes court (vente à découvert), vous perdez cet important avantage ».

Il a aussi parlé des entreprises de télécommunications et de l'usage abusif de l'EBITDA comme représentation de la capacité bénéficiaire d'une entreprise. Les intérêts sont définitivement des dépenses et l'amortissement l'est tout autant. Surtout pour les entreprises de télécoms qui dépensent chaque cent qui rentre ! Dans leurs cas, on ne parle pas de « cash flow » mais de « cash flowing out ».

Buffett a aussi parlé du danger des poursuites liées à l'Asbestos, un danger bien pire qu'imaginé initialement et qui va continuer d'empirer. Munger - un avocat - a souligné qu'il y a un grand nombre de fraudes et que malheureusement les réelles victimes ne reçoivent pas ce qui leur seraient dues. « C'est un drame qu'une tragédie humaine ait été monétisée à ce point », ajoute-t-il. Paradoxalement, Buffett croit que Berkshire en a profité - et en profitera encore - pour acheter des compagnies qui ont souffert de ces poursuites mais qui n'ont plus maintenant de passif lié à cela en ayant été en faillite technique (comme Johns Manville).

Évaluer les entreprises

Un actionnaire a demandé quelle système il utilisait pour évaluer les compagnies ou même le marché en général. Buffett a répondu que des systèmes de quantification d'évaluation (cours-bénéfices, cours-ventes, cours-valeurs comptables, etc.) sont simplistes et peu valables. Qu'en fait, c'est plus complexe que ça. « Les gens veulent des formules simples mais ça fonctionne pas comme ça ». Sans aller en détails, Buffett insiste sur la présence pour une compagnie d'un important avantage compétitif et de dirigeants compétents et honnêtes.

Un autre actionnaire a demandé quelles qualités doivent être présentes pour être ou devenir un bon investisseur. Buffett a répondu que ce n'est pas l'intelligence (le QI) qui compte mais la rationalité et la discipline. Et surtout, il faut posséder l'habileté de pouvoir agir à l'opposée de la foule. Un tel tempérament d'indépendance d'esprit est capital et Buffett se demandait même si une telle qualité est héritée ou développée (question intéressante). Munger ajoute que tout réside dans la volonté de comprendre ce qui se passe, de se poser la question sur ce qui fait un bon placement ou non. Dans cette optique, « Pourquoi ? » est la question qui est la base de tout développement intellectuel.

Sur les stocks options, Munger n'a pas mâché ses mots : « Plusieurs programmes d'options sont démentiels et immoraux. ». Sur la comptabilité à la Enron, Munger a été encore plus sévère : « Dire que la comptabilité liée aux produits dérivés est digne des égouts est une insulte aux égouts ». Buffett a souligné que, malheureusement, les

vérificateurs comptables ne travaillent pas pour les actionnaires (comme ils devraient) mais pour les dirigeants. Ainsi, pour Buffett, la loi non écrite des vérificateurs est de sanctifier ce que les PDG désirent.

Un actionnaire, inquiet du sort à long terme de Buffett, lui a parlé de créogénie (?). Buffett n'est pas contre l'idée (il ne voit pas vraiment de down-side) mais il voudrait être certain que ce n'est pas effectué trop tôt. Munger en a profité pour faire remarquer que ça coûterait cher en électricité mais Buffett a ré-enchérié que Berkshire en produisait (en possédant 76% des actions de Mid-American Energy).

Fruit of the Loom

L'acquisition la plus intéressante de 2001 fut sans doute celle de la compagnie en faillite Fruit of the Loom. Buffett commença l'assemblée en présentant à l'auditoire, Micky Newman, celui qui avait été à l'origine du premier achat par Buffett d'actions de Fruit of the Loom en 1955 (indirectement par l'entremise de la compagnie Union Underwear Co). À l'époque, il était employé chez Graham-Newman. Pendant des années, FOTL fut un grand succès grâce au génie de John Holland, son PDG. En 1996, il se retira. La combinaison d'une nouvelle direction médiocre et d'un amoncellement de dettes amena rapidement FOTL en faillite. Avec l'aide de Micky Newman, maintenant âgé de 81 ans, Buffett racheta FOTL de la faillite avec une seule condition : le retour de John Holland comme PDG. Ce qui fut fait. Buffett a définitivement de la suite dans les idées!

Un actionnaire perspicace a alors demandé à Buffett et Munger « S'ils portaient des sous-vêtements Fruit of the Loom ? ». Buffett répondit dans l'affirmative mais Munger - bien connu pour sa frugalité malgré qu'il soit milliardaire - dut avouer : « Ça fait bien des années que je n'ai pas acheté de nouveaux sous-vêtements. Je ne suis donc pas vêtu d'une manière convenable pour un actionnaire de Fruit of the Loom ».