

Lettre aux partenaires – 2<sup>ème</sup> trimestre 2009 (tous droits réservés)

## Commentaires

Dans notre lettre du 1<sup>er</sup> trimestre, nous écrivions que la Bourse avait touché un creux le 9 mars 2009 alors que le S&P 500 avait atteint le niveau de 677. Nous ajoutions alors que nul ne savait si ce creux s'avérerait le dernier ou non. À ce jour, la Bourse a continué de se maintenir à des niveaux plus élevés. Et il ne fait aucun doute dans notre esprit que, malgré le rebond des derniers mois, les titres du S&P 500 et du Dow Jones sont, dans leur ensemble, grandement sous-évalués. Nous trouvons aussi plusieurs titres canadiens intéressants mais plus dans les titres de plus petite capitalisation que de grande capitalisation. Nous y reviendrons dans les pages qui suivent.

Comme le veut la tradition à Giverny Capital, nous utilisons le rapport de mi-année pour répondre aux questions de nos partenaires.

## Vos questions

**Nous avons reçu plusieurs questions de votre part. Nous avons des partenaires qui suivent de près leurs finances! Il serait impensable de répondre à toutes. Vous remarquerez sans doute que certaines questions portent sur des sujets qui ont été déjà abordés dans nos derniers rapports annuels et trimestriels ainsi qu'à l'assemblée annuelle. Malgré tout, nous prenons vos préoccupations au sérieux et allons donc parfois répéter certains des commentaires émis lors de discussions précédentes.**

**Q : Bernard Madoff, Vincent Lacroix, Earl Jones : des noms qui font les manchettes pour les mêmes raisons. Comment ne pas se questionner sur notre gestionnaire de portefeuille? Ou plutôt, comment questionner notre gestionnaire de portefeuille?**

Le mode de fonctionnement de Giverny Capital – depuis les tout débuts – a été créé justement pour qu'aucune possibilité de fraude ne puisse exister. Nous voulions que nos partenaires se sentent en pleine sécurité. Nous utilisons comme fiduciaire la banque TD. Sa division de courage à escompte, TD Waterhouse, est RESPONSABLE de la garde des titres (liquidités, actions et obligations) de chacun des clients de Giverny Capital. À aucun moment, l'argent des partenaires passent par les mains de Giverny Capital. Et nous n'avons aucun compte sur marge, pour éviter toute possibilité d'insolvabilité (aussi mince soit-elle). Nous n'achetons pas d'option et n'effectuons pas de vente à découvert.

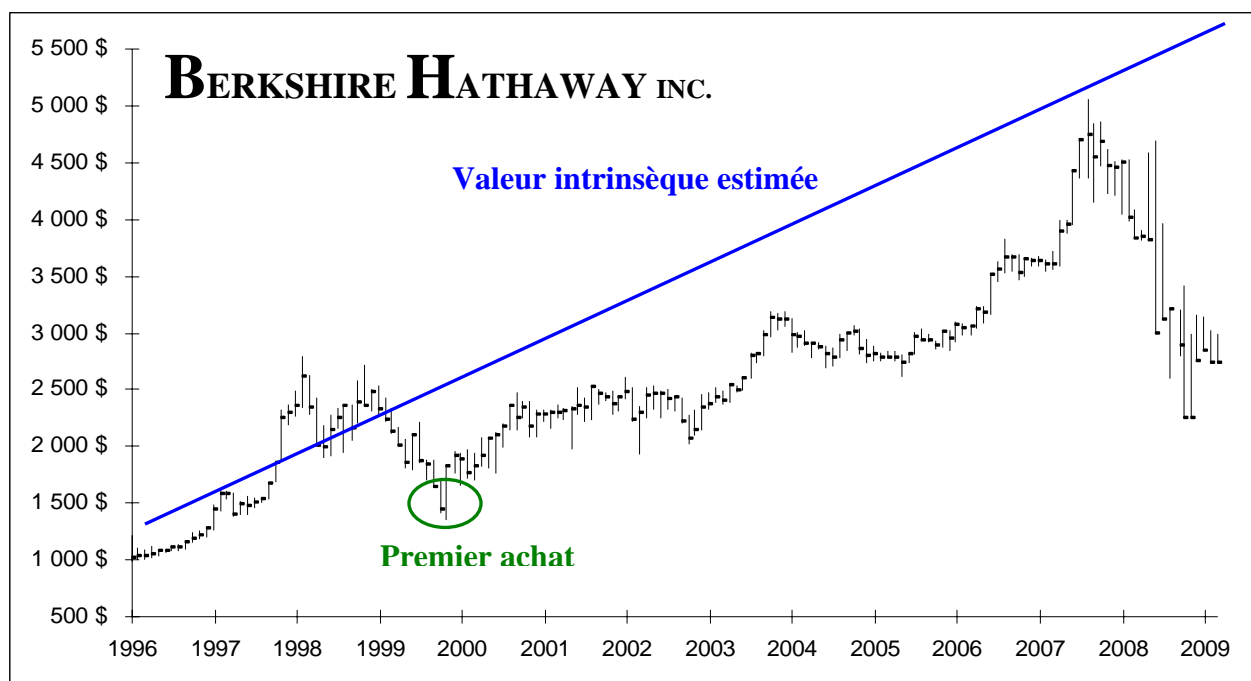
De plus, notre mode de fonctionnement est très transparent. En tout temps, par Internet, les partenaires peuvent accéder à leur compte sur le site web de TD. Chaque transaction est accompagnée d'une confirmation papier envoyée aux détenteurs du compte. Et à chaque mois, TD envoie un relevé du compte avec les titres détenus en plus de celui envoyé par l'équipe de Giverny Capital. TD ne permet pas de transfert de titres ou de liquidités à un compte bancaire portant un nom et/ou une adresse différent de celui du détenteur du compte. Ce ne peut pas être plus sécuritaire.

Dans le cas de Norbourg, la compagnie était gestionnaire et fiduciaire. Il n'y avait donc pas d'entité indépendante pour protéger les titres des clients. Ce n'est pas du tout le cas à Giverny Capital. Quant à Madoff et Jones, les clients leur confiaient directement les fonds sans autre information. Jones n'était même pas enregistré à l'AMF ! Évidemment, Giverny Capital est enregistrée à l'AMF. Nous

avons des inspections régulières de l'AMF (dont une l'année dernière) et dans tous les cas, nous avons satisfait à toutes leurs demandes (et elles sont encore plus sévères depuis l'histoire de Norbourg).

**Q : Notre plus importante participation est Berkshire Hathaway. Le titre ne va nulle part depuis plusieurs mois. Croyez-vous toujours que l'action est sous-évaluée?**

Il y a environ quatre ans, le cours du titre de l'action B de Berkshire était autour de \$2900 et sa valeur intrinsèque estimée à \$4200. Aujourd'hui, le titre est encore à \$2900 et notre estimé de la valeur intrinsèque est maintenant à \$5800. Le titre me paraît donc encore plus sous-évalué qu'auparavant. Tant que la valeur intrinsèque d'une entreprise augmente, nous avons tout lieu d'être satisfaits. Et on peut profiter de la myopie à court terme de la Bourse pour continuer d'acheter à meilleur prix. C'est exactement ce que fait Warren Buffett depuis plusieurs mois avec plusieurs titres !



Graphique 1 : cours de l'action de Berkshire Hathaway B comparé à notre estimé de sa valeur intrinsèque sous-jacente.

**Q : De quelle façon avez-vous modifié la pondération des titres de nos portefeuilles afin d'optimiser au maximum leur performance future et ainsi profiter de la meilleure occasion d'investissement de notre génération ?**

Comme nous expliquions dans la lettre du 1<sup>er</sup> trimestre, nous avons vendu Walgreen's pour acheter du M&T Bank. À leurs cours respectifs d'alors, nous croyions que WAG pouvait doubler sur 5 ans et MTB tripler. Ainsi, si notre scénario se réalise, cette transaction nous permet d'augmenter de 15% à 25% le rendement annuel de cette partie du portefeuille. Nous avons acheté des parts d'Omnicom l'an dernier à un niveau que nous considérons le tiers de sa valeur intrinsèque (voir notre lettre annuelle pour plus de détails). Nous avons aussi profité de la baisse du titre d'Astral Media pour racheter des actions à un excellent prix. Nous avons vendu nos parts de Brown & Brown pour profiter de la débacle du marché chinois et y acquérir deux compagnies fortement sous-évaluées (voir plus loin).

Nous avons aussi augmenté le poids de certains titres existants du portefeuille lors des ajouts de capitaux dans les portefeuilles (la grande majorité de nos partenaires ajoutent du capital à leur compte). Nous avons pu racheter des actions de Disney à \$18-19, de Bank of the Ozarks sous les \$20 et d'autres actions de Berkshire Hathaway, aussi à très bons prix.

En tout et partout, nous avons probablement modifié environ 15% du portefeuille en vendant des titres sous-évalués pour en acheter d'autres encore plus sous-évalués selon nos analyses. Vous aurez compris que nous comparons toujours les valeurs relatives de nos divers investissements dans le but d'optimiser continuellement l'utilisation de nos capitaux et ce tout en gardant en tête une diversification sensée et un niveau de transactions raisonnable.

**Q : Colabor Income Trust changera bientôt son statut légal pour devenir une corporation. Est-ce que ce titre continuera d'être intéressant?**

En fait, cela ne changera rien à l'entreprise. En effet, Colabor a déjà perdu son avantage fiscal lorsqu'elle a acquis Summit en fin 2006 (l'importante hausse des revenus ne la rendait plus éligible à la réduction d'impôts). Nous avons acquis ce titre à prix d'aubaine car nous savions qu'elle ne serait pas affectée par les changements fiscaux affectant les fiducies de revenus en 2011. Ainsi, Colabor se transigeait au même P/E que d'autres fiducies alors que sa capacité bénéficiaire après impôts était en fait bien plus élevée.

La compagnie a annoncé récemment qu'elle deviendrait une corporation et que sa distribution mensuelle serait transformée en dividende trimestriel de même niveau. Ainsi, le rendement du titre sera encore autour de 10%. Est-ce que le titre continue d'être intéressant? Nous croyons que oui. Mais comme la croissance future sera modeste, il y a peut-être de meilleures opportunités d'investissement dans d'autres titres.

Cela ne change en rien l'excellente opinion que nous avons de cette entreprise et de ses dirigeants.

**Q : Est-ce qu'il y a du nouveau dans le cas de Allied Irish Bank? J'ai noté que le titre a été fortement volatil ces derniers mois.**

Il y a en effet un peu de nouveau dans le cas de AIB depuis notre dernière mise à jour dans la lettre annuelle. L'année 2008 a été difficile avec des provisions de €1.8 milliards. Pour 2009, la compagnie prévoit des charges de €4.3 milliards. Cela est fortement supérieur à sa capacité bénéficiaire qui est selon nous d'autour de €2.5 milliards par année. Le gouvernement irlandais a donc décidé de venir en aide à AIB par l'injection de €3.5 milliards. Cela se traduira par une dilution d'environ 33%.

La situation en Irlande est toujours très difficile. La croissance économique a été de -8.5% au premier trimestre. Le taux de chômage a dépassé les 11%. Et sa dette externe par rapport au PIB est très élevée. Le marché boursier irlandais a touché un creux de 14 ans en février mais a rebondi de 37% depuis. Notre scénario est que si, d'ici quelques années, l'Irlande retrouve une certaine croissance économique et que AIB réalise seulement la moitié des bénéfices par action réalisés en 2006, le titre serait à environ \$30 soit six fois le niveau actuel. Mais pour l'instant, il y a peu d'indice que la situation s'améliore.

**Q : Selon vous, comment finira la guerre entre Microsoft et Google? Envisagez-vous d'acquérir des actions de Google? (Je fais référence à la réponse de Monsieur Munger à votre question, à l'assemblée annuelle de Berkshire Hathaway).**

Je ne connais pas l'avenir de l'industrie des ordinateurs et de l'Internet (malheureusement dois-je ajouter). Je crois que ces deux joueurs vont rester dominants dans leur segment respectif. Je serais sceptique que Microsoft puisse perdre d'importantes parts de marché dans le monde des logiciels bureautiques (Office) et des systèmes d'exploitation (Windows). Et je crois que Google est très solide

dans le monde des moteurs de recherche. Tout comme Oracle est très solide dans l'univers des logiciels de base de données et Autodesk dans les logiciels de dessins industriels (Autocad).

Évidemment, Google aimerait pouvoir prendre des parts de marché à Microsoft et vice-versa. Mais je crois que chacun va continuer de dominer son marché principal et que chacun gagnera quelques batailles ici et là (pour prendre votre analogie de guerre). Il ne faut pas non plus oublier Apple qui devient un joueur important dans l'industrie. Nous suivons aussi de près cette entreprise.

Tout comme M. Munger, je suis un grand fan de Google. Leur avantage compétitif me semble important. Et si on regarde les derniers résultats de Google, les revenus étaient modestement en hausse ce qui est excellent par ces temps difficiles. Mais leur domination me semble – pour l'instant – assez adéquatement reflétée dans le cours-bénéfices du titre (qui est actuellement de 20 fois).

Microsoft se transige quant à lui à environ 12 fois les profits ce qui est plus attrayant même si le taux de croissance risque d'être plus faible. Nous croyons que Windows 7 sera un grand succès. Ce qui nous refroidit avec Microsoft ce sont les autres divisions : les produits Internet et les jeux vidéos (Xbox). Après toutes ces années et des milliards de dollars dépensés, ces deux divisions ne sont pas vraiment rentables et handicapent le niveau des profits totaux. Selon nous, Microsoft devrait se départir de ces divisions et racheter massivement ses actions. Nous croyons ainsi que la gestion des capitaux pourrait être meilleure.

**Q : Comment va notre nouveau petit stock canadien MTY Food?**

Justement, les résultats du second trimestre sont tout frais sortis du four (si vous me permettez ce facile calembour). Les revenus ont grimpé de 33% et les bénéfices de 24%, malgré des ventes comparables de -0.5% (ce qui n'est pas si mal dans l'environnement actuel). Après deux acquisitions importantes, MTY a toujours un beau bilan : aucune dette et \$6.4 millions en liquidités. Le titre nous semble toujours une aubaine.

**Q : Quelle est cette nouvelle entreprise : China Fire and Security Group?**

CFSG est une entreprise chinoise spécialisée dans les équipements préventifs et de protection, principalement pour prévenir le feu dans des usines d'acier. Les nouvelles normes de sécurité imposées par le gouvernement chinois est source de grand potentiel pour CFSG. La compagnie a un fort taux de croissance (25% et plus), d'excellentes marges brutes (60%) et a un bilan immaculé. Nous avons profité de la baisse de la Bourse chinoise pour acheter le titre à bon prix. Malgré que les bénéfices par action aient passé de \$0.56 en 2007 à \$0.98 estimés en 2009, le titre avait reculé de \$18 à \$11. Si on soustrait les liquidités, le titre était donc passé de 30 fois les profits à 10 fois, un niveau que nous avons jugé très attrayant compte tenu du fort rendement de l'avoir et des excellentes perspectives de croissance. Il est à noter que le titre a grimpé de 40% depuis notre achat.

**Q : Comment peut-on espérer obtenir un rendement positif si nous achetons des titres US dans un contexte économique favorisant une forte hausse de la valeur du \$ canadien ?**

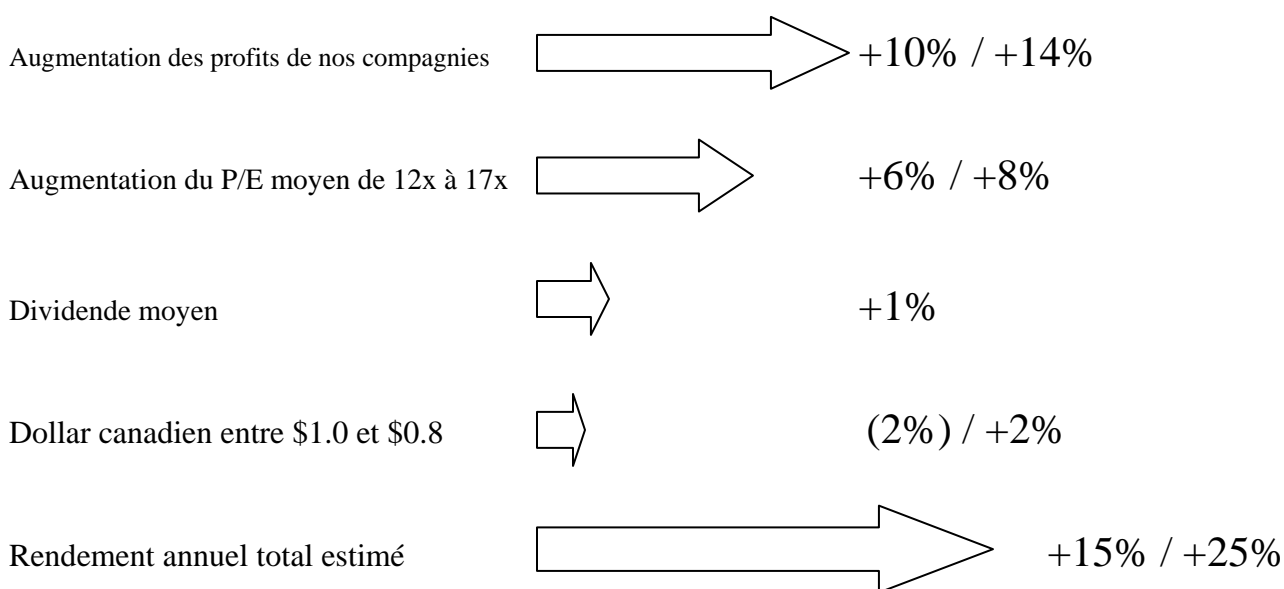
Votre question prend pour acquis que le dollar canadien sera toujours de plus en plus haut par rapport au dollar américain. Car s'il ne fait que fluctuer, au bout du compte, son effet sera modeste. Le dollar canadien est au même niveau qu'il y a 20 ans alors que la Bourse américaine (dividende inclus) a grimpé de 500%. Donc plus l'horizon temporel est grand, moins les fluctuations de devises ont d'importance sur les rendements. Si on regarde à court terme, juste dans la dernière année, le dollar canadien a fluctué entre \$0.78 et \$1.08, ce qui est un écart énorme compte tenu que l'économie

canadienne est somme toute fortement tributaire de celle américaine. Mais les seuls qui ont réellement perdu ce sont ceux qui ont vendu en panique au mauvais moment (comme pour les actions en fait).

Nous ne croyons pas que nous pouvons prédire les fluctuations de devise. Même Warren Buffett – le plus grand investisseur de tous les temps – ne peut les prédire. Il a en effet répondu à une question sur le sujet à la dernière assemblée de Berkshire par « Je ne sais pas comment prédire les fluctuations de devises et nous n'avons donc aucun contrat sur des devises étrangères ».

Ainsi, pour répondre à votre question, nous espérons obtenir un rendement positif car nous croyons que la croissance des profits de nos compagnies combinés à la hausse des cours-bénéfices que nous anticipons dans le futur (car nous croyons leurs titres sous-évalués) compenseront bien des fois même le scénario le plus irréaliste de hausse du dollar canadien.

Alors, si on fait le même raisonnement que dans nos lettres récentes pour tenter de prévoir ce que les années de 2009 à 2014 pourraient nous réserver, nous arrivons à ce groupe d'estimés :



Graphique 2 : estimé du rendement futur de notre portefeuille décomposé en ces sources premières

Comme vous pouvez le constater, selon ce scénario, notre estimé le plus pessimiste est de réaliser un rendement annuel de 15% et ce en prenant comme hypothèse que le dollar canadien irait à la parité. Il est à noter que ces estimations sont pour un portefeuille qui serait à 100% en devises US. Dans les faits, environ 15-20% de notre portefeuille est investi au Canada et un autre 25% en devises autre que le dollar américain soit directement (par la détention d'actions étrangères) ou indirectement (par la partie des revenus non-US de nos multinationales comme Procter & Gamble ou Omnicom). Donc l'effet de la devise dans le calcul ci-haut est nécessairement exagéré.

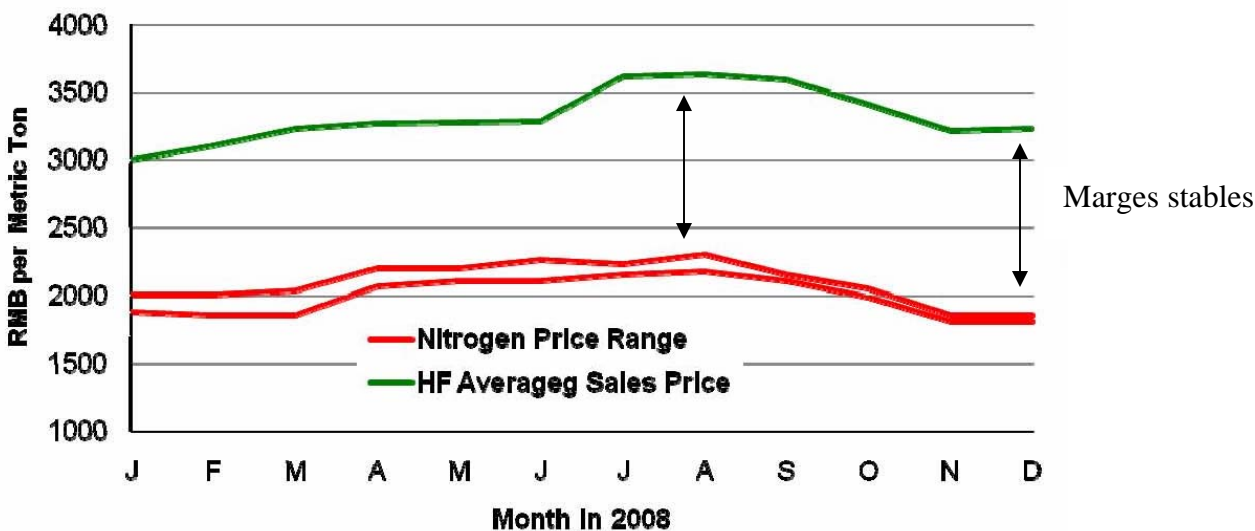
**Q : Hanfeng Evergreen : Vous avez toujours prétendu ne pas acheter de compagnies dans les ressources parce qu'elles étaient trop volatiles. Avez vous changé d'idée là dessus et si oui pourquoi ?**

La raison que nous évitons les titres de ressources en général est que nous voulons posséder des compagnies qui ont un avantage compétitif. Un avantage compétitif est tel un fossé qui protège un château économique (pour reprendre l'expression de Warren Buffett). Et un large fossé permet à une entreprise de réaliser des rendements élevés sur les capitaux des actionnaires.

Quand on vend du pétrole, de l'acier, du cuivre, des clés USB, du bois, des vols d'avion, de l'assurance générale, des mémoires d'ordinateur ou de la potasse, il est difficile d'avoir et de maintenir un important avantage compétitif. Une barre d'acier de la compagnie A est exactement la même que celle de la compagnie B. C'est pourquoi les compagnies de ces secteurs ont souvent de faibles marges et par ricochet de faibles rendements sur les capitaux.

Certaines rares entreprises – comme la compagnie d'acier coréenne Posco – réussissent à obtenir de bons rendements pendant plusieurs années car elles ont de très faibles coûts d'exploitation. Il est possible aussi de bâtir une niche spécialisée en développant un produit avec une distinction importante. C'est le cas par exemple de 5N Plus. L'entreprise purifie à très haut niveau des métaux de base comme le tellure. Cela permet à 5N Plus d'offrir un produit quasi unique et elle peut ainsi réaliser des marges élevées.

En étudiant Hanfeng Evergreen, j'en ai conclu qu'elle a un modèle similaire à 5N Plus : Elle possède une technologie brevetée lui permettant de transformer des fertilisants de base en fertilisants à débit lent et contrôlé (*Slow and Controlled Release* ou SCR). Cela permet aux fermiers d'obtenir une meilleure performance de leur récolte tout en polluant moins l'environnement. La compagnie évalue que les utilisateurs réalisent des économies de 22% en utilisant les fertilisants SCR. Le plus important marché pour les fertilisants est la Chine (33% de la consommation mondiale). C'est pour cela que Hanfeng a bâti toutes ses usines en Chine. Cela lui permet d'avoir une meilleure assise géo-politique (un facteur qu'il ne faut pas sous-estimer) et des coûts enlignés avec la devise de ses revenus (en Renminbi). Et le marché des fertilisants SCR ne représente que 1% du marché en Chine. Comme HF vend ses fertilisants à valeur ajoutée avec une prime sur le fertilisant de base, cela lui permet de maintenir grosso modo son niveau de marge même quand le prix de la commodity est en baisse.



Graphique 3 : prix moyen des fertilisants de HF versus le prix de base du nitrogène en 2008 (Source : Hanfeng)

Ainsi, malgré que la compagnie soit canadienne (son siège social est à Toronto), elle est, dans les faits, une entreprise chinoise. Presque la totalité de ses revenus proviennent de Chine. De plus, Hanfeng a un excellent bilan et j'aime bien que les dirigeants aient 21% des actions. Après avoir touché un haut de \$15 en 2007 (soit 44 fois les profits d'alors), le titre a reculé à \$7 en 2009 (10 fois les profits prévus cette année). Malgré que les perspectives à court terme pour l'industrie soient moins bonnes - on le constate avec les chiffres récents de Potash Corp - nous croyons que HF fera bien à long terme.

**Q : Que s'est-il passé chez Wells Fargo pour que l'on annule presque complètement le dividende? Je pensais qu'elle était bien administrée et se tenait loin des magouilles hypothécaires; une explication sera la bienvenue.**

Nous croyons toujours que Wells Fargo est la grande banque américaine la mieux administrée. Et elle s'est en effet tenue loin des hypothèques *subprime* dans les années 2003-2007. Ainsi, alors que plusieurs de ses concurrents ont soit disparu ou soit nagé dans le rouge, Wells Fargo annonce des profits records à ses deux premiers trimestres 2009.

Mais l'acquisition de Wachovia - même si elle s'est faite à prix très avantageux - a augmenté son niveau de mauvais prêts. Au bout du compte, selon nous, le "pour" l'emportera clairement sur le "contre". Par contre, au mois de mai, le gouvernement américain a effectué un "stress test" sur les plus importantes banques américaines et a recommandé que Wells Fargo augmente son capital d'environ \$13.7 milliards. C'est le capital supplémentaire que le gouvernement jugeait nécessaire advenant un scénario quasi apocalyptique pour l'économie américaine.

Pour respecter cette analyse du gouvernement américain (même si le président de Wells Fargo n'y adhérerait pas), la compagnie a fait une émission d'actions de \$8.6 milliards à \$22 l'unité. Cela représente une dilution d'environ 8-9%. Pour éviter plus de dilution, la compagnie a préféré couper son dividende et utiliser les capitaux ainsi préservés pour satisfaire aux exigences du gouvernement. En date du 30 juin, la compagnie avait réussi à augmenter ses capitaux de \$14.2 milliards.

En temps qu'actionnaire, je préfère perdre une année ou deux de dividendes que d'avoir plus de dilution (qui ferait baisser la valeur intrinsèque de chacune des parts). Donc il faut voir que le dividende réduit est clairement temporaire. Dans quelques années, nous croyons que la compagnie réalisera plus de \$4.50 de profits par action et qu'elle pourra à nouveau verser un bon dividende. À ce moment-là, le titre pourrait être dans les \$60 et nous serons probablement bien contents que la compagnie n'ait pas créé plus de dilution en 2009.

Nous avons donc toujours grande confiance dans cette excellente banque.

**Q : L'année dernière, vous avez discuté des dangers du prix de l'immobilier au Canada. Que c'était une raison indirecte que vous trouviez difficile d'évaluer la rentabilité des banques canadiennes. Qu'en est-il un an plus tard? Est-ce qu'il y a toujours un grand écart avec les prix aux États-Unis?**

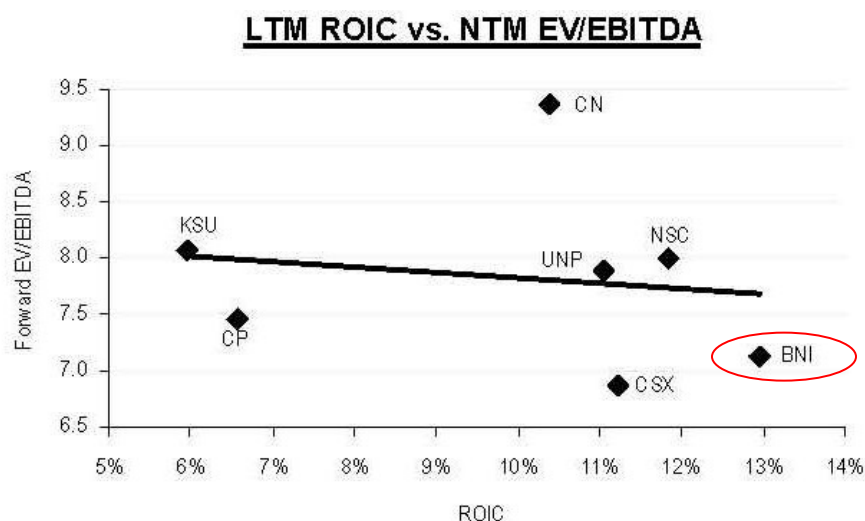
Certaines villes canadiennes ont vu leur prix moyen baisser. Par exemple, le prix moyen d'une maison à Vancouver est passé de \$612 000 à \$576 000 mais on est loin d'un niveau qualifiable d'aubaine. Même chose à Calgary : le prix moyen est passé de \$419 000 à \$393 000. Mais pour l'ensemble du Canada, la moyenne a continué de grimper passant de \$315 000 en juin 2008 à \$327 000 en juin 2009. C'est un niveau inquiétant car cela représente 7 fois le PIB par habitant au Canada. Et ce ratio de 7x est celui du top de l'immobilier aux États-Unis en 2005 (vous savez, celui à lequel on accroche l'étiquette de « bulle surévaluée »). Je ne fais pas de prédiction macro-économique bien entendu mais je crois qu'il faut avoir les yeux bien ouverts sur les dangers du haut niveau des prix des maisons au Canada. On estime que la SCHL a \$345 milliards d'actifs alors qu'elle n'a que \$10 milliards en avoir propre. Les activités de titrisation (valeur des titres cautionnés) de cette dernière sont passées de \$30 milliards en 2005 à \$167 milliards estimés en 2009. Advenant une baisse importante du prix de l'immobilier résidentiel canadien, l'organisme fédéral qu'est la SCHL pourrait avoir besoin d'une importante injection de nouveaux capitaux du gouvernement.

Aux États-Unis, le ratio actuel du prix moyen des maisons vis-à-vis le PIB par habitant est de 5x. Il a été aidé bien entendu par la baisse de 29% du prix des maisons depuis 2005.

**Q : Pourquoi avoir choisi d'investir dans la compagnie ferroviaire Burlington Northern Santa Fe que plutôt – par exemple – le CN au Canada. Au moins, nous aurions été à l'abri des fluctuations de la devise.**

Nous avons choisi BNSF car nous croyons d'abord qu'elle est très bien gérée. Nous croyons aussi qu'elle bénéficie du commerce entre les USA et l'Asie, qui va toujours en grandissant. Aussi, nous avons été impressionné de la manière dont elle a augmenté ses prix depuis quelques années (et c'est un signe d'un avantage compétitif important). C'est la compagnie ferroviaire qui a le meilleur rendement sur les capitaux investis et son évaluation est parmi les plus basses (voir graphique 4).

J'ajouterais que le CN est aussi une excellente entreprise mais elle n'est pas à l'abri des fluctuations de devise : Une bonne partie de son chiffre d'affaire est liée aux exportations et donc quand le huard est fort, elle en souffre.



Graphique 4 : Rentabilité (ROIC) et évaluation (EV/EBITDA) des principales compagnies ferroviaire. (Source : UBS)

**Q : Pensez-vous que la générosité de Warren Buffett à l'égard de léguer une partie importante de sa fortune à des organismes de charité est un geste qui pourrait être imité par d'autres gens riches?**

Je termine souvent la lettre du second trimestre par une question de nature plus philosophique. Je vous répondrais que la philanthropie américaine ne date pas d'hier. En fait, historiquement c'est dans la nature de plusieurs grands entrepreneurs américains de retourner une part importante de leur richesse à la société. Andrew Carnegie a vendu en 1901 son empire dans l'acier pour \$480 millions, une somme colossale à l'époque (l'équivalent de plus de \$12 milliards en dollars d'aujourd'hui). Il a presque tout légué cette fortune à diverses fondations. Il a contribué à créer plus de 2500 bibliothèques publiques aux États-Unis. Son associé d'alors, Henry Clay Frick, a légué à la ville de New York un incroyable musée situé sur la cinquième avenue avec une collection d'œuvres d'art classique inégalée. On pourrait donner aussi en exemple la famille Guggenheim qui, pendant des décennies, a été mécène pour nombre d'artistes d'avant-garde (principalement Salomon et sa nièce Peggy).



À la même époque, le célèbre et richissime John D. Rockefeller a donné près de \$600 millions à diverses universités et instituts de recherches médicales. Quelques décennies plus tard, l'autre grand magnat du pétrole, Jean-Paul Getty, a laissé la majorité de sa fortune pour créer le musée Getty en banlieue de Los Angeles.

Parmi nos contemporains - pour ne prendre que quelques exemples - Eli Broad (qui a fondé Sun America et KB Home) a mis en place diverses fondations vouées aux arts et à la recherche médicale (dont les cellules souches). Il a donné \$600 millions à l'université Harvard/MIT de 2003 à 2008. La veuve de Ray Kroc (McDonald's), Joan Beverly Kroc a légué \$1.6 milliards à l'Armée du Salut à son décès en 2003. Et la fondation de Bill et Melinda Gates est en voie de devenir la plus importante source de philanthropie de l'histoire de l'humanité. Donc la philanthropie est plus vivante que jamais en Amérique.

Si vous aimez les belles histoires de philanthropie en voici une. En 1956, Warren Buffett a parti un petit fonds d'investissement. Et un de ses premiers investisseurs était David Dodd qui avait coécrit un livre sur l'investissement avec Ben Graham (*Security Analysis*). Il a alors confié quelques milliers de dollars au jeune Warren. Son capital fut converti en actions de Berkshire Hathaway en 1969 puis légué à sa fille à sa mort en 1988. Barbara Dodd Anderson a récemment donné ses actions de Berkshire à une petite école secondaire de Pennsylvanie, la George School.

La valeur du don? \$128 millions.

Bon trimestre à tous nos partenaires.

A handwritten signature in blue ink that reads "François Rochon". The signature is written in a cursive, flowing style.

François Rochon et toute l'équipe de Giverny Capital